



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Fixed Income Emerging Markets
Una strategia per la Russia

Relatore

Ch.ma Prof.ssa Lorian Pelizzon

Laureando

Pietro Paolo Piccoli
Matricola 845401

Anno Accademico

2013 / 2014

*«If it weren't for people who took risks,
where would we be in this world?»
Wall Street II, Money Never Sleeps.*

*«Non seguire mai la folla.
Si può ottenere un rendimento superiore
solo se si investe controcorrente.»
John Templeton*

*«Sono giunto alla conclusione che
è necessario saper interpretare se stessi,
almeno quanto è necessario
saper leggere il mercato.»
Jesse Livermore*

Abstract

«In un periodo storico in cui i tassi di riferimento si attestano su livelli pressoché minimali, generare un adeguato rendimento investendo nel mercato obbligazionario per fondi a reddito fisso è impresa assai complessa. Recentemente si è verificato uno spostamento rapido dei flussi verso economie in crescita, meglio conosciute come Mercati Emergenti. Investire in prodotti a reddito fisso High Yield genera situazioni ad alto rischio che incombono su di un mercato instabile.

Il presente elaborato coadiuva le nozioni del mio percorso accademico con l'esperienza pratica del tirocinio presso Swan Asset Management SA di Lugano: si pone dunque l'obiettivo di osservare come una strategia improntata sulle analisi fondamentali degli emittenti possa essere applicata a investimenti di tipo obbligazionario; e ancora, come essa risponda a choc come quello verificatosi tra marzo e aprile a causa della secessione della Crimea dall'Ucraina e conseguente annessione alla Federazione Russa.

Pertanto, la strategia d'investimento è stata applicata ai soli titoli russi. Il risultato è di poter dimostrare se e come un picking attento e mirato possa fronteggiare una country selection divenuta estremamente negativa a causa di situazioni anomale. Questo è stato possibile grazie ad approfondite analisi degli equilibri economici, patrimoniali, finanziari e monetari di ciascun emittente, utilizzando dati di bilancio al 31 dicembre 2012 e ipotizzando di trovarsi a dover compiere le proprie scelte d'investimento il 31 gennaio 2013. Così facendo, si considera "futuro virtuale" l'intervallo temporale sino al 30 giugno 2013, per verificare come il portafoglio avrebbe risposto.

La prima parte è dedicata alla compliance e ai regolamenti presenti in Svizzera per i Fund Manager, presenta un focus su come la FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority) stia gradualmente adeguando le proprie direttive a quelle Mifid (Markets in Financial Instruments Directive). Al suo interno è stato incluso il mandato di gestione e la regolamentazione riguardante clienti individuali.

A seguire è presentato un breve excursus su operatività, pricing e rating di titoli obbligazionari, indispensabile premessa alla parte sperimentale del lavoro.

Sono presentate poi le metodologie utilizzate per l'analisi fondamentale degli emittenti, con particolare attenzione alle voci: Capitale investito operativo; EBIT (Earnings Before Interests and Taxes); Fonti di capitale e i loro costi.

In successione si trova la pianificazione dell'investimento e la scelta dei pesi da assegnare a ciascun titolo, seguita da un'analisi mensile dell'andamento del portafoglio rispetto al Benchmark EMHB (Emerging Markets High Yield Bonds) Russia, indice di riferimento di Merrill Lynch. Al termine dell'arco temporale prestabilito si riassume l'analisi della performance.

Le ultime pagine includono le conclusioni e l'esito dell'investimento».

INDICE

<i>INTRODUZIONE</i>	7
1. COMPLIANCE ED EFFETTI SULLA GESTIONE.....	13
1.1. La piazza finanziaria elvetica: strategie e sistema.....	13
1.2. Circolare 2009/1: Regole quadro per la gestione patrimoniale	14
1.3. Il mandato di gestione e la profilatura dei clienti	16
1.4. Test di adeguatezza	19
1.5. Circolare 2013/08 <i>Market conduct rules</i>	22
1.6. Il progressivo avvicinamento alle direttive Mifid	24
2. TEORIE DEI TASSI E PRICING DELLE OBBLIGAZIONI	27
2.1. Le obbligazioni societarie	27
2.2. I tassi di rendimento	27
2.3. Il pricing delle obbligazioni	28
2.4. Il <i>Bootstrapping</i>	28
2.5. Le determinanti del prezzo	29
2.6. La durata e le teorie sulla <i>term structure</i>	29
2.6.1. La teoria della segmentazione dei mercati	
2.6.2. La teoria delle aspettative pure	
2.6.3. La teoria della preferenza per la liquidità	
2.6.4. La teoria dell'habitat preferenziale	
2.7. Il rischio di credito e il <i>rating</i> dei <i>corporate bond</i>	31
2.8. Corso secco e corso telquel	33
2.9. Le misure del rischio di prezzo	33
3. LA GESTIONE DEI PORTAFOGLI OBBLIGAZIONARI	39
3.1. Indicizzazione	39
3.2. Previsione dei tassi	39
3.3. Selezione e rotazione dei settori	40
3.4. Strategia del <i>mispricing</i>	40
3.5. Stima dei rendimenti attesi	40
3.6. Single index model e multi index model	41
4. L'ANALISI FONDAMENTALE E I SUOI INDICATORI PIÙ RILEVANTI	45
<i>Introduzione: investire nel mercato obbligazionario: l'alternativa dei mercati</i> <i>emergenti</i>	45
4.1. Metodologia	48

4.2. Il Capitale Investito Operativo	49
4.3. Il Margine Operativo	50
4.4. Le fonti di capitale	51
4.4.1. I costi delle fonti di capitale	
4.5. <i>Rating</i> ed equilibri	52
4.5.1. Equilibrio Patrimoniale	
4.5.2. Equilibrio Finanziario	
4.5.3. Equilibrio Economico	
4.5.4. Equilibrio Monetario	
5. LE ANALISI DEGLI EMITTENTI.....	57
5.1. L'applicazione del modello	57
5.2. L'analisi. Esempio Sistema INTL FD	64
5.3. La suddivisione degli emittenti e l'assegnazione dei pesi	71
5.4. Duration, Coupon e Valore Corrente	74
5.5. Appendice A	76
5.5.1. Ak Bars Bank, Tinkoff Credit System, Alfa Bank	
5.5.2. Alrosa, Bank of Moscow, Severstal OAO	
5.5.3. Eurochem, Evraz Group SA, Ceb Capital SA	
5.5.4. Gazprombank, Home Credit Group, Koks OAO	
5.5.5. Kazanorgsintez, Metalloinvest FI, Mobtel	
5.5.6. Nomos Bank, Promsvyazbk, OJSC Rospadskaya	
5.5.7. Brunswick Rail, Russian Standard Bank, Sibur Sec LTD	
5.5.8. SCF Capital LTD, OAO TMK, Vimpelcom	
6. ANALISI DELLA PERFORMANCE	125
6.1. Analisi dei rendimenti	125
6.2. Gli indicatori della performance	130
6.3. Performance Attribution	133
6.4. Style Analysis	134
6.5. La scomposizione delle Performance	136
6.6. L'analisi della Duration per verificare la strategia ex-post	139
7. CONCLUSIONI	143
8. RINGRAZIAMENTI	145
9. APPENDICE B	147
10. BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	165

Introduzione

Un investimento di tipo obbligazionario si presenta assai complesso nel contesto odierno. I tassi di riferimento ai minimi storici non agevolano il lavoro dei gestori. I titoli *investment grade* (dalla BBB alla AAA) ormai garantiscono, in media, un rendimento di poco superiore al tasso d'inflazione. Numerosi gestori di fondi obbligazionari inseriscono quindi nei propri fondi titoli a più alto rischio per conseguire ugualmente delle performance. Questi titoli sono noti come *Bond High Yield* e sono emessi per la maggiore da società di paesi emergenti.

Investire nel mercato obbligazionario emergente presenta molteplici difficoltà. La forte correlazione tra l'andamento dei titoli e la politica interna di ogni paese e la scarsa stabilità di molti emittenti rendono questo mercato estremamente complesso.

Il presente elaborato si pone dunque l'obiettivo di studiare e approfondire una metodologia solitamente utilizzata per la composizione di portafogli azionari di tipo *investment grade* e un suo adattamento al mondo del *fixed income Emerging Markets*. Tramite analisi fondamentali di ogni emittente, si verifica come sia possibile costruire una strategia in grado di sovraperformare il *benchmark* di settore.

Per determinare un modello capace di analizzare ogni emittente e sintetizzarne la situazione finanziaria, patrimoniale, economica e monetaria si è fatto riferimento a quanto osservato durante l'esperienza di tirocinio curriculare presso *Swan Asset Management SA* di Lugano. Lo studio qui introdotto, infatti, coadiuva le nozioni apprese lungo il mio percorso accademico e la letteratura disponibile in materia con le *practices* di questa esperienza formativa.

La tesi tratta solo uno tra i tanti paesi emergenti poiché si è preferito focalizzare l'attenzione sulla composizione di un portafoglio all'interno di un'area instabile per comprovare se un *picking* attento e mirato possa fronteggiare una *country selection* divenuta estremamente negativa a causa di situazioni anomale. Questo il motivo per cui si effettuano le analisi solo su titoli russi, delineando un fondo obbligazionario mono-area.

La lista titoli di partenza è quella presente all'interno dell'indice *Merrill Lynch EMHB Russia* in data 31 gennaio 2013 e per compiere le analisi fondamentali si utilizzano i dati di bilancio dell'anno 2011 e 2012, supponendo di non conoscere le dinamiche dell'arco temporale che va da gennaio 2013 a giugno 2014. Questo permette di considerare come "futuro virtuale" questi diciotto mesi e poter verificare come avrebbe reagito un portafoglio creato mediante la strategia in oggetto. L'indice sarà pertanto scelto come *benchmark* anche per effettuare le analisi sul fondo *ex-post*.

La prima parte dell'elaborato riassume i principali aspetti della regolamentazione elvetica sui mercati finanziari. L'aspetto di *compliance* (conformità alle norme) è stato trattato durante l'esperienza di stage nella quale ho svolto autonomamente operazioni di implementazione delle direttive FINMA (*Swiss Financial Market Supervisory Authority*). Una panoramica su come queste direttive abbiano cambiato le modalità di trattamento della

clientela privata e stiano allontanando, seppur lentamente, questo paese dall'appellativo di *offshore*, si rende indispensabile per inserire in questo contesto operativo il resto del lavoro. A questo fine sono stati presi in esame il mandato di gestione e le direttive sulla gestione di patrimoni individuali.

Un ultimo aspetto rilevante esposto in questa prima parte è il progressivo adeguamento delle direttive e della regolamentazione dei mercati finanziari alla MIFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) e come tale processo stia mutando i rapporti tra Svizzera e Unione Europea. Ciò legittima ulteriormente la convinzione tale per cui la gestione di conti non dichiarati non sia più da considerarsi un vantaggio economico di lungo termine, né per il paese né per le società finanziarie.

Per preservare il ruolo finanziario di primaria importanza ricoperto, la Svizzera dovrà pianificare un aumento della competitività a livello internazionale, rafforzando gli obblighi di diligenza e contrastando gli abusi di mercato.

Con riguardo all'accettazione internazionale è stato avviato un mutuo scambio di informazioni transfrontaliere teso a garantire la conformità sotto il profilo fiscale.

Nella seconda parte dell'elaborato sono esaminate le principali modalità di *pricing* di obbligazioni e di calcolo del rendimento. Si sono affrontate le misure di sensitività al variare della curva dei tassi e più in generale quali sono i rischi di un investimento di tipo obbligazionario.

Successivamente si riportano brevemente le teorie sui tassi e la struttura a termine che potrebbero essere utilizzate per comporre un portafoglio di questo tipo. Una descrizione dei *rating* di due importanti agenzie (*Moody's e Standard&Poor's*) integra questa sezione.

Il terzo capitolo tratta la gestione dei portafogli obbligazionari nel breve periodo. Si presenta una panoramica delle teorie di gestione più comuni come: indicizzazione, previsione dei tassi, selezione e rotazione dei settori, strategia del *mispicing*, stima dei rendimenti attesi e *Single & Multi Index Model*.

Nel capitolo quattro si trova la descrizione delle variabili e degli indicatori più rilevanti da considerare nello svolgimento di analisi fondamentali e come il loro mix possa delineare la metodologia che si è scelta di utilizzare. Si descrivono la *timeline* dell'investimento e i motivi di questa scelta.

Una società in grado di onorare i propri impegni a lungo termine deve presentare una condizione aziendale equilibrata. Ciò significa non solo un'elevata redditività, ma anche livelli contenuti di indebitamento e corretto utilizzo delle fonti di capitale. Tuttavia, le tempistiche per le decisioni di investimento (spesso molto ristrette per cogliere opportunità di profitto prima di altri) obbligano a costruire un modello di valutazione degli equilibri di impresa semplice da interpretare ma al contempo efficace e capace di evidenziare le variabili critiche che esprimano il rischio d'impresa.

La valutazione esperita in questa sede si fonda sull'analisi di parametri in grado di restituire un'adeguata redditività aziendale, un livello contenuto di indebitamento e un'idonea copertura dei fabbisogni di capitale. Verranno studiate variabili come: il Capitale Investito Operativo; EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*); EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*); Margine Operativo Netto; Fonti di Capitale e costi annessi.

Tramite queste variabili è stato possibile individuare degli indicatori di equilibrio patrimoniale, finanziario, economico e monetario, utilizzati per costruire un modello di *rating* capace di esprimere un giudizio ascrivibile a una *view buy, neutral o no buy*.

Il capitolo cinque descrive come venga applicato il modello e attribuiti i punteggi che determineranno lo *score* finale. Grazie alla disponibilità dei bilanci redatti secondo i criteri internazionali IAS/IFRS è possibile estrapolare per ogni emittente i dati necessari al calcolo di tutti gli indicatori.

Il confronto con i dati dell'anno 2011 permette di avere una migliore conoscenza dell'andamento di alcuni valori, dove una crescita o una decrescita possano assumere importanza maggiore rispetto a un buono o cattivo risultato. In tal senso, vi sono casi in cui un buon valore potrebbe condurre a un errato giudizio qualora non si prenda in considerazione lo stesso indicatore all'anno precedente. Questo scenario riporta l'attenzione sul modello adottato che destina un punteggio proprio alla crescita (positivo) o decrescita (negativo).

Completata l'analisi di tutte le società oggetto di studio sono stati determinati i pesi da assegnare a ognuna. Gli emittenti *buy strong* hanno un peso dell'8% sul totale del portafoglio, quelli *buy* del 6%, *buy neutral* 4%, *buy neutral/no buy* 2% e *no buy* 0%.

L'investimento iniziale è previsto per \$100 milioni, valore arbitrario scelto non solo per semplicità di calcolo ma anche per congruenza con le dimensioni dei fondi osservati durante l'esperienza di *stage*.

Definito il portafoglio aziendale in appendice si possono osservare i *report* di ogni mese e il valore di ogni posizione.

Nel sesto capitolo invece si presenta una dettagliata analisi della *performance* confrontando il fondo con il *benchmark* EMHB Russia. A tal proposito non ci si limita a un mero confronto grafico dei rendimenti bensì all'analisi integrale di tutte le misure di performance presenti in letteratura (*Sharpe Ratio, Treynor, Alpha Jensen, etc.*). Completa la valutazione un'indagine sullo stile dell'investimento e sulla ponderazione dei pesi per settore e per *rating*.

L'utilizzo delle *rolling windows*, infine, permette di osservare l'andamento del fondo a intervalli di tre e sei mesi, per comprovare l'efficacia della strategia e verificare che non si presenti l'errore *end point bias*. Quest'ultimo si manifesta quando un'analisi di questo tipo si discosti da quanto osservato dalle analisi sui rendimenti. Mentre le seconde po-

trebbero indurre a credere che il fondo abbia sistematicamente sovraperformato il *benchmark*, tramite le *rolling windows* si può confermare o sfatare questa ipotesi.

I risultati ottenuti e alcune osservazioni su ulteriori approfondimenti sono commentati nelle conclusioni.

Capitolo 1

Compliance ed effetti sulla gestione

1.1 *La piazza finanziaria elvetica: strategie e sistema*

In Svizzera il settore finanziario ricopre un ruolo di primaria importanza nel sistema economico del paese, contribuendo nella misura del 10% al PIL nazionale.

L'obiettivo primario della politica finanziaria svizzera è l'aumento della competitività a livello internazionale, rafforzando gli obblighi di diligenza e contrastando gli abusi di mercato, migliorando così le condizioni complessive dell'economia interna. Le condizioni quadro per la piazza finanziaria svizzera sono state ottimizzate con particolare attenzione all'ambito dell'accettazione internazionale. Al riguardo è stato avviato un reciproco scambio di informazioni transfrontaliere inteso a garantire la conformità sotto il profilo fiscale.

Il futuro della piazza finanziaria svizzera è senza dubbio condizionato dalle pressioni sul segreto bancario e sul sistema fiscale. Per molto tempo la gestione di conti non dichiarati è stata considerata un vantaggio concorrenziale. Ciò nonostante, si è recentemente più diffusa la convinzione che questi conti non siano più un vantaggio economico di lungo termine, né per la Svizzera né per le società finanziarie. La nuova politica prevede quindi un'amministrazione di patrimoni dichiarati¹.

Per un futuro in cui il mercato finanziario possa essere forte e competitivo a livello globale il governo federale dovrà ottemperare ai seguenti punti:

- Devono essere offerti servizi di qualità eccellente, apprezzati da clienti di tutto il mondo;
- Si deve predisporre una struttura in grado di affrontare in maniera autonoma violenti shock sui mercati finanziari e dei capitali a livello internazionale;
- Deve essere ricoperto un ruolo importante a livello mondiale nella lotta agli abusi di mercato.

¹ Ciò non significa che in Svizzera non sia più depositato denaro che non abbia subito una regolare imposizione fiscale. Il Presidente dell'Associazione Bancaria Ticinese, Claudio Generali, ha recentemente valutato in più di 100 miliardi di Euro i valori italiani *not tax compliant* depositati in banche svizzere. I proprietari dei patrimoni non dichiarati e depositati in Svizzera sono di fronte ad un dilemma: il segreto bancario si sfalda grazie alle decisioni del Governo svizzero, l'utilizzo di società di comodo è reso sempre più difficile da regole e norme che servono ad identificare il beneficiario economico dei fondi investiti. Il risultato di questa situazione è che i soldi rimangono depositati in Svizzera senza possibilità di utilizzo in Italia.

Questi tre punti sono fondamentali per preservare un ruolo preminente su scala mondiale e conservare il benessere economico finanziario che da sempre caratterizza il paese.

1.2 Circolare 2009/1: Regole quadro per la gestione patrimoniale

La circolare definisce le regole quadro da utilizzare per redigere la direttiva interna delle società finanziarie e di gestione patrimoniale. L'Autorità Federale Svizzera per la Vigilanza sui Mercati Finanziari è propensa a riconoscere diverse regole di condotta come standard minimi che possono variare da intermediario a intermediario. Per garantire un minimo grado di equivalenza tra le diverse organizzazioni si pone dunque l'obiettivo di redigere una base essenziale, sulla quale poi le direttive interne delle singole società devono strutturarsi.

In base alle esperienze maturate e alle conoscenze dei clienti deve essere stilato un profilo di rischio che definisce la propensione e capacità di rischio dei clienti. Grazie a questo strumento la situazione patrimoniale e le restrizioni di investimento vengono definite insieme ai clienti, delineando così le strategie di investimento.

Il gestore patrimoniale resta soggetto a determinati obblighi, necessari per garantire una linea di comportamento comune per tutti gli intermediari.

Con l'*obbligo di fedeltà* si impone siano adottate misure organizzative atte a prevenire conflitti di interesse penalizzanti per i propri clienti. Qualora non fosse possibile evitarli, il gestore deve provvedere ad avvisare i propri clienti, senza dimenticare che le transazioni devono avvenire sempre e comunque nell'interesse economico del cliente.

L'*obbligo di diligenza* prevede che il gestore disponga di un'organizzazione in funzione del numero di clienti, del volume dei valori patrimoniali da lui gestiti e delle strategie di investimento impiegate. Gli investimenti devono concordare sempre con il profilo di rischio del cliente e i suoi obiettivi di investimento. A questo fine il gestore deve verificare con regolarità le strategie di investimento adottate e se il profilo del cliente corrisponde ancora alla situazione attuale.

Il gestore patrimoniale è soggetto inoltre a un *obbligo di informazione* che prevede di informare sempre i clienti sulle regole di condotta adottate e sui rischi connessi agli obiettivi, alle restrizioni e alle strategie concordate, considerando le esperienze e le conoscenze dei clienti in materia.

Ultimo non per importanza è l'*obbligo di rendiconto*, che prevede di relazionare ai propri clienti tutto l'operato, in nome e per conto, periodicamente o su richiesta degli stessi.

In questo ambito, il gestore patrimoniale si attiene agli standard vigenti di settore, in particolare per quanto concerne il metodo di calcolo utilizzato, il periodo selezionato ed eventualmente l'indice di riferimento prescelto.

Devono, inoltre, essere resi noti gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide detenute dal cliente, il dettaglio delle operazioni in derivati e/o prodotti strutturati e le commissioni richieste.

Il rendiconto deve contenere proprie analisi di rendimento (valutazioni) oppure rendiconti su base di documenti bancari.

Se si effettuano proprie analisi di performance sui singoli portafogli gestiti, è fatto obbligo di attenersi agli standard internazionali riconosciuti per quanto riguarda il metodo di calcolo, il periodo di calcolo opportuno² come pure eventuali scelte di indici di comparazione (benchmark), che può essere convenuto con il cliente in sede di definizione del suo "risk profile" e scelta della strategia di investimento.

² Ad es. 1, 3 o 5 anni rispettivamente dall'assunzione del mandato.

1.3 Il mandato di gestione e la profilatura dei clienti

Il conferimento di un mandato di gestione patrimoniale deve avvenire in forma scritta tramite la sottoscrizione dei documenti:

- Mandato di gestione patrimoniale
- Direttive di investimento³.

In base alle esperienze maturate dal cliente e alle sue conoscenze deve essere stilato un profilo di rischio dell'investitore che definisce la sua propensione al rischio (soggettiva) e la sua capacità di rischio (*risk appetite*).

In linea di principio il profilo di rischio deve essere allestito e sottoscritto dal cliente stesso, in presenza del consulente. Deve essere associato un profilo di rischio a ogni cliente (persone fisiche e giuridiche) che abbia conferito un mandato di gestione patrimoniale individuale.

Il profilo di rischio dell'investitore viene definito in maniera autonoma. La tabella 1.3.1 riporta un esempio di come potrebbero essere equamente "classati" i clienti e quali potrebbero essere le direttive di investimento collegate ai profili.

PROFILO DI RISCHIO	DESCRIZIONE
BASSO	Obiettivo di conservazione del valore del patrimonio
PRUDENTE	Obiettivo di moderato incremento del valore del patrimonio
MEDIO	Obiettivo di incremento del valore del patrimonio
ELEVATO	Obiettivo di notevole incremento del valore del patrimonio

Tabella 1.3.1. *I profili di rischio degli investitori privati.*

La strategia di investimento deve essere determinata con il cliente sulla base del profilo di rischio definito, della situazione finanziaria del cliente e delle eventuali restrizioni di investimento definite dal cliente stesso. Vi sono anche delle particolari regole per le modalità di profilatura dei clienti, la tabella 1.3.2, anch'essa esemplificativa, vuole riassumerne i punti fondamentali.

³ Tramite le quali viene definita la struttura di portafoglio del cliente.

TIPOLOGIA DI RELAZIONE	MODALITÀ DI PROFILATURA
Relazioni nominative con unico intestatario	Profilo di rischio dell'intestatario del mandato.
Relazioni nominative cointestate	Profilo di rischio per ogni intestatario del mandato; fa stato il profilo di rischio più prudente tra quelli allestiti dai cointestatari.
Relazioni societarie e relazioni intestate a fiduciarie statiche italiane.	Profilo allestito dall'amministratore della società e controfirmato dagli AD.
Compagnie di assicurazione sulla vita	Nessuna profilatura poiché tale controparte è ritenuta una controparte professionale.

Tabella 1.3.2. *Tipologia della relazione e profilatura.*

La verifica che tutto sia conforme al mandato sottoscritto deve essere effettuata periodicamente (al più tardi ogni 5 anni) e al verificarsi di ogni evento eccezionale in grado di modificare il profilo di rischio dell'investitore e l'attualità delle informazioni raccolte. Se il consulente alla clientela constata che il profilo di rischio non corrisponde più alla situazione del cliente lo deve documentare per iscritto, informare il cliente e rinnovarlo.

L'offerta di mandati di gestione patrimoniale comprende diverse strategie di investimento generali, alle quali corrispondono determinati livelli di rischio, convenzionalmente si utilizzano i parametri riportati nella tabella 1.3.3.

Descrizione	Profilo di rischio	Principali strumenti utilizzati	Orizzonte temporale
Conservativa	Basso	Strumenti monetari e obbligazionari a breve termine.	Almeno 1 anno
Prudente	Prudente	Fino al 10% strumenti azionari e/o alternativi; fino a 10% strumenti obbligazionari ad alto rendimento a breve-lungo termine; il resto strumenti obbligazionari e monetari.	2 anni
Obbligazionaria plus	Prudente	Fino al 30% strumenti obbligazionari ad alto rendimento; il resto strumenti obbligazionari e monetari.	2 anni
Dinamica	Medio	Fino al 25% strumenti azionari e/o alternativi; fino al 15% strumenti obbligazionari ad alto rendimento; il resto strumenti obbligazionari e monetari.	3 anni
Flessibile	Medio	Fino al 30% strumenti azionari e/o alternativi; il resto strumenti obbligazionari e monetari.	3 anni
Alto rendimento	Elevato	Fino al 35% strumenti azionari e/o alternativi; fino al 25% strumenti obbligazionari ad alto rendimento; resto strumenti obbligazionari e monetari.	4 anni
Aggressiva	Elevato	Fino al 50% strumenti azionari e/o alternativi; fino a 30% strumenti obbligazionari ad alto rendimento; il resto strumenti obbligazionari e monetari.	5 anni
Personalizzata	Variabile	Da definirsi con il cliente.	Da definirsi con il cliente

Tabella 1.3.3. *I profili di rischio.*

In linea di principio i clienti non conferiscono precise indicazioni di investimento sui portafogli oggetto di mandato di gestione patrimoniale. Qualora il cliente desideri eccezionalmente impartire delle istruzioni particolari (*restrizioni*) devono essere conferite in forma scritta.

La FINMA stabilisce importanti obblighi di rendicontazione nei confronti del cliente che devono essere ottemperati in più modalità, come ad esempio: la consegna di una valutazione patrimoniale allestita unicamente a fini informativi e/o la consegna della valutazione patrimoniale allestita dalla banca presso la quale sono depositati gli averi in gestione.

Almeno una volta l'anno deve essere consegnata al cliente la formale valutazione patri-

moniale.

Come stabilito dal regolamento⁴, con la sottoscrizione del mandato di gestione patrimoniale il cliente assume la qualifica di “investitore qualificato”. Di conseguenza ha accesso a fondi di investimento, prodotti strutturati e in generale prodotti destinati a tale categoria di investitori. Il cliente può scegliere di non beneficiare di tale statuto tramite una dichiarazione scritta (dichiarazione di *opting out*) che può essere svolta al momento della sottoscrizione del mandato di gestione patrimoniale o in un momento successivo.

La dichiarazione di *opting out* suggerisce al consulente di informare il cliente sulle conseguenze di tale scelta e in particolare sul fatto che sarà sempre possibile sottoscrivere un mandato di gestione patrimoniale ma la scelta di prodotti sarà limitata. Tale scelta può quindi avere un impatto sulla *performance* del mandato.

1.4 Test di adeguatezza

Con cadenza regolare deve essere svolto il “*suitability test*”⁵, una verifica che il profilo di rischio del cliente (risultante dal questionario sottopostogli) corrisponda al livello di rischio associato alla linea di gestione scelta dal cliente. I test di adeguatezza possono essere svolti in più modalità e da più persone appartenenti alla società di gestione, la tabella 1.4.1 riporta alcuni esempi.

⁴ Art. 10 cpv. 3ter della LICol

⁵ Test di adeguatezza del portafoglio con il profilo di rischio prescelto.

Soggetto	Tipo di controllo	Frequenza	Reporting
Risk Manager	Verifica che il profilo di investimento scelto da ogni cliente corrisponda al suo profilo di rischio.	Al momento del conferimento del mandato per i nuovi clienti, al momento della profilatura per quelli esistenti. Per entrambi almeno una volta l'anno.	Direzione Generale
Amministrazione/Back office	Verifica che la composizione del portafoglio del cliente sia in linea con la sua struttura di portafoglio prescelta. La prassi definisce un intervallo di tolleranza (+/- 2%) oltre il quale il portafoglio del cliente deve essere ribilanciato. Fanno eccezione le transazioni che il consulente alla clientela ritiene diseconomiche per il cliente (es: tranche troppo piccole, costi della transazione sproporzionati, ecc.).	Annuale	Direzione Generale Risk Manager
Gestore patrimoniale individuale	Verifica della composizione dei portafogli per classi di investimento per ogni linea di investimento e confronto con l' <i>Asset Allocation</i> strategica.	Trimestrale	Direzione Generale Risk Manager
Risk manager	Confronto delle performance dei portafogli all'interno della stessa linea. Differenze superiori a +/- 0.5% devono essere motivate.	Mensile	Direzione Generale

Tabella 1.4.1. *Test di adeguatezza.*

Il consulente alla clientela individuale ricopre un ruolo molto importante poiché è la prima persona cui si rivolge l'investitore, il primo contatto con la società di gestione. Egli deve discutere con il cliente gli obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio. Successivamente dovrà formalizzarli tramite documenti come il mandato di gestione patrimoniale e le direttive di investimento. A riguardo deve informare i clienti sul contenuto del mandato di gestione patrimoniale, fornire tutte le indicazioni necessarie per la scelta del profilo di investimento più adeguato e informare scrupolosamente sui rischi annessi alla forma di investimento scelta.

Il *Compliance Officer* e il *Risk Manager* ricoprono un ruolo di consulenza alla direzione e ai consulenti alla clientela in tema di regole quadro per la gestione patrimoniale. Verificano attentamente che le norme fin qui riportate siano sempre rispettate per ogni operazione.

1.5 Circolare 2013/08 Market conduct rules

La FINMA, tramite la circolare 2013/08 pone dei limiti e delle restrizioni all'operatività degli intermediari finanziari al fine di regolamentare il mercato e impedire che avvengano abusi di mercato. Questa circolare delinea quindi delle regole quadro che gli intermediari devono scrupolosamente adottare.

Le misure organizzative e i controlli previsti devono essere adottati entro il 01/01/2015.

Deve essere effettuato un controllo su tutti i *trade* effettuati su ordine di clienti al fine di accertare che non siano effettuati mediante l'uso di informazione privilegiata. Qualora si riscontrino tale abuso devono essere applicate solo le disposizioni che non ne sono coinvolte.

Si deve disporre di un'adeguata e appropriata organizzazione, formazione e struttura di controlli che permetta di creare un'area di riservatezza⁶ per le informazioni privilegiate, che non devono in alcun modo influenzare le decisioni.

I dipendenti, prevenendo un possibile uso di informazioni privilegiate in transazioni per conto proprio, formano loro stessi un apparato di supervisione reciproca.

La società deve in aggiunta predisporre una “*watch list*” e una “*restricted list*” in grado di garantire una efficiente sorveglianza sulle operazioni proprie.

Per comprendere meglio i limiti e le condizioni imposte dalla direttiva a tutti gli intermediari finanziari svizzeri è necessario avere ben impresso il significato di alcune terminologie.

L'informazione privilegiata è quell'informazione sufficiente ad anticipare il trend futuro del prezzo di un prodotto finanziario. È di carattere preciso e concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari. Se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari interessati.

L'informazione privilegiata diventa *price sensitive* quando è capace di influenzare in modo sostanziale il prezzo di mercato. L'analisi si effettua prendendo in considerazione la situazione del mercato prima che l'informazione sia stata conosciuta/immessa.

Compie abuso di informazione privilegiata chiunque, essendo in possesso di informazioni

⁶ Si può considerare l'area di riservatezza come un “contenitore” dove le informazioni privilegiate devono affluire e restare in stato di “ibernazione” fino a quando non sono ultimate tutte le decisioni influenzabili.

privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

- a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;
- b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;
- c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate al punto a.

Secondo la FINMA sono operazioni di *manipolazione del mercato* quelle operazioni capaci di influenzare il comportamento e le posizioni finanziarie dei soggetti con più familiarità con il mercato.

Non costituiscono manipolazione del mercato operazioni di *market making*, *arbitrage*, *liquidity provider*, nostro – nostro e cancellazione di prezzi in una fase di stop del mercato.

Gli intermediari assoggettati alla vigilanza devono disporre di un'adeguata e appropriata organizzazione, formazione e struttura di controlli.

Mettendo in atto precauzioni e procedure interne appropriate ed efficaci, gli intermediari vigilati devono garantire che le persone con il potere di decisione sulla negoziazione di titoli e altri strumenti finanziari su cui l'ente sorvegliato possiede informazioni privilegiate non abbiano alcuna conoscenza di tali informazioni. Deve essere assicurato inoltre che gli individui a conoscenza di informazioni privilegiate non siano in grado di influenzare decisioni riguardanti la negoziazione in titoli o altri strumenti finanziari ai quali l'informazione si riferisce.

Appropriate ed efficaci misure in materia di locali, di personale e di funzioni permettono di creare aree di riservatezza nelle quali l'informazione può essere individuata e controllata. Se l'operazione avviene in strutture esterne a queste aree di riservatezza non rappresenta abuso di informazione privilegiata.

Devono essere adottate misure per la sorveglianza delle operazioni dei dipendenti, in grado di prevenire un uso improprio di informazioni privilegiate in transazioni per proprio

conto e di individuare tale abuso.

Ai fini di queste regole, i dipendenti sono definiti tutti come membri dell'apparato di supervisione, insieme ai membri degli organi responsabili della direzione, della supervisione e del controllo.

Gli intermediari vigilati devono infine definire una direttiva interna prevedendo vari livelli di sorveglianza che possono essere applicati a diverse categorie di dipendenti o funzioni, in linea con il rischio di abuso di informazioni privilegiate.

La *watch list* contiene i dettagli delle informazioni privilegiate che si possiede sugli emittenti e in particolare i soggetti in possesso di tali informazioni e il periodo di tempo in cui devono rimanere confidenziali. Deve essere tenuta da una apposita funzione specificamente designata come responsabile (ad es. Compliance).

La *restricted list* fornisce informazioni su divieti o restrizioni alle attività di negoziazione specifiche, in particolare il divieto di transazioni in titoli specifici, di transazioni bloccate o restrizioni editoriali relative all'analisi finanziaria. La funzione responsabile per la *watch list* è anche responsabile per la *restricted list*.

1.6 Un progressivo avvicinamento delle direttive FINMA alla MIFID

La revisione della MIFID comporta alcune complicazioni all'accesso, per i prestatori di servizi finanziari svizzeri, al mercato dell'UE. La legge elvetica sui servizi finanziari dovrebbe essere infatti del tutto equivalente a quella dell'UE per garantire una buona commistione tra i mercati. In assenza di questa equivalenza, diventa impossibile ogni tipo di operazione transfrontaliera. La FINMA intende quindi stilare una nuova legge sui servizi finanziari, con l'intento di garantire ai clienti una migliore protezione e di uniformare gradualmente il diritto svizzero a quello europeo.

Quattro anni dopo l'entrata in vigore della Mifid, nell'ottobre 2011 la Commissione UE con la Mifid II e il MiFIR ha presentato delle bozze utili per un'ampia revisione della regolamentazione dei mercati finanziari. Il regime applicabile ai Paesi terzi ivi contenuto innalza ancor più i restrittivi parametri predisposti. La Direttiva Mifid rielaborata prevede infatti che i servizi per i piccoli clienti possano essere offerti solo tramite una filiale situata nel territorio dell'UE, autorizzata e sottoposta a sorveglianza statale. Tale autorizzazione, rilasciata dall'autorità di vigilanza del relativo Stato membro dell'UE, è soggetta a numerosi criteri. Allo stesso tempo occorre che la Commissione UE giudichi equivalente la regolamentazione del Paese d'origine. Per ottenere tale riconoscimento devono essere soddisfatte ulteriori condizioni, tra cui l'esercizio nel Paese d'origine di una sorveglianza efficace e statale, la cooperazione nelle materie fiscali e un accordo di collaborazione tra le autorità di vigilanza competenti⁷.

Anche l'operazione transfrontaliera svolta senza una filiale ha subito una notevole stretta normativa. Il famoso *offshore* ormai può solo offrire servizi per controparti «idonee» o clienti UE professionali. L'assistenza transfrontaliera a cura di un prestatore di servizi finanziari di un Paese terzo presuppone tuttavia la registrazione presso l'Autorità europea di vigilanza sugli strumenti finanziari e i mercati (ESMA), per la quale occorre che la regolamentazione del Paese d'origine sia giudicata equivalente.

Tutti i gestori patrimoniali di investimenti collettivi di capitale, compresi quelli esteri, sono assoggettati all'obbligo di autorizzazione. Eccezione è fatta per la cosiddetta “regola de minimis”, che esenta dall'obbligo di autorizzazione i gestori patrimoniali i cui investitori sono da considerarsi qualificati e che gestiscano patrimoni di fondi per l'ammontare di massimo CHF 100 milioni (con o senza effetto leva) oppure massimo CHF 500 milioni

⁷ Memorandum of understanding (MoU).

se i valori patrimoniali degli investimenti collettivi di capitale gestiti sono costituiti da investimenti collettivi di capitale senza effetto leva e senza diritto di riscatto per i primi 5 anni a decorrere dal primo investimento in ciascuno di questi investimenti collettivi di capitale.

Ai sensi della LICol nel concetto di forma di offerta e pubblicità di investimenti collettivi di capitale non rientrano:

- l'impiego, nell'ambito della gestione patrimoniale, di fondi di gestori patrimoniali indipendenti che aderiscono a un'organizzazione settoriale riconosciuta dalla FINMA e operano in virtù di un contratto di gestione patrimoniale scritto conforme alle direttive di detta organizzazione;
- l'impiego di fondi tramite gestori patrimoniali indipendenti nel quadro di contratti di consulenza (rapporto di consulenza a lungo termine a titolo oneroso);
- l'attività «*execution only*».

Anche il concetto di investitore qualificato è stato completamente ridefinito. Sono ora considerati investitori qualificati:

- gli investitori che hanno stipulato un contratto di gestione patrimoniale scritto, nella misura in cui non abbiano dichiarato per iscritto che non intendono qualificarsi come investitori qualificati (clausola *opting-out*);
- le persone giuridiche che si configurano come intermediari finanziari soggetti a vigilanza o dispongono di una tesoreria professionale.

Capitolo 2

La teoria dei tassi di interesse e il pricing delle obbligazioni

2.1 Le obbligazioni societarie

I titoli di debito delle società, in gergo *corporate bond*, sono prestiti obbligazionari negoziati sia pubblicamente che privatamente. I *corporate bond* non hanno un mercato attivo come i titoli governativi e la quasi totalità delle transazioni avviene nei mercati *Over the Counter (OTC)* e spesso accade che non siano proprio negoziate. Il merito di credito della società emittente determina una misura del rischio di default dell'obbligazione. È proprio la rischiosità del titolo che divide i *bond* in due macro categorie: *investment grade* con rischio di default basso; *high yield, speculative grade* o *junk bond* per quelle obbligazioni con elevato rischio di default.

Le obbligazioni societarie possono essere accompagnate da numerose clausole ma tre di queste sono frequentemente utilizzate dagli emittenti. Esse sono:

- *Callable*: l'emittente si preserva la possibilità di riacquistare dall'investitore, ad un determinato prezzo, il titolo;
- *Sinking fund*: previsione di rimborso con ammortamento;
- *Convertibilità*: permette all'investitore di scambiare l'obbligazione con un altro titolo, solitamente azioni.

2.2 I tassi di rendimento

Il tasso di rendimento più frequentemente utilizzato per il confronto tra obbligazioni è il rendimento a scadenza, detto *Yield To Maturity*. Questo tasso "fotografa" un rendimento in un determinato istante, ipotizzando uno scenario di tassi futuri stabili e con possibilità di reinvestimento delle cedole allo stesso tasso. È quindi il TIR generato dall'investimento ipotizzando di detenere l'obbligazione sino a scadenza.

Lo si può calcolare come nella formula sottostante, risolvendo l'equazione è quel tasso r che eguaglia il prezzo corrente al valore attuale dei Cash Flow futuri del titolo.

$$P_B = \sum_{t=1}^T \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{\text{Par Value}}{(1+r)^T}$$

Per i gestori di portafogli obbligazionari c'è un altro tasso che è indispensabile calcolare per poter valutare nel miglior modo possibile le proprie performance. Infatti se il fondo ha una gestione attiva, che provoca quindi frequenti ribilanciamenti con acquisti di nuovi titoli e vendita di vecchi, si può calcolare il rendimento percepito nel periodo in cui si è posseduto il titolo tramite l'*Holding Period Return*.

L'HPR consente di calcolare il ritorno sul titolo qualora l'orizzonte temporale d'investimento non coincida con il periodo di scadenza del titolo. Lo si può calcolare tramite la formula:

$$HPR = [C + (P_1 - P_0)]/P_0$$

dove C= cedola del periodo da incassare, P1= prezzo al tempo t in cui si ipotizza la vendita, P0= prezzo di acquisto. Questa formula consente di calcolare il rendimento solo su un singolo periodo, per calcolare l'HPR su periodi multipli bisogna considerare il valore dei coupon futuri reinvestiti fino al tempo t=k in cui si intende vendere il titolo.

2.3 Il pricing delle obbligazioni

Per determinare il prezzo di un'obbligazione è indispensabile conoscere la Struttura a Termine (*Term Structure*) dei tassi di interesse ovvero la relazione che lega i rendimenti dei titoli con maturità (scadenze) diverse alle rispettive maturità. Ogni titolo è caratterizzato da una maturità (o termine), cioè il periodo di tempo durante il quale il titolo promette di effettuare pagamenti al possessore. Titoli con maturità diverse sono caratterizzati da determinati prezzi e rendimenti a scadenza diversi. Osservando in un dato istante il legame tra termine e rendimento è possibile tracciare la curva dei rendimenti.

L'inclinazione della curva è influenzata dalle aspettative sull'andamento dei futuri tassi di interesse a breve. Se la curva è inclinata negativamente i mercati attendono una riduzione dei tassi a breve. Aspettative di un rialzo dei tassi sono associati ad un andamento crescente della curva. Dalla struttura a termine è possibile derivare la Curva dei tassi forward.

Il tasso di rendimento di uno *Zero-Coupon Bond* è detto "tasso spot" e la struttura a termine è la curva dei tassi di rendimento di titoli ZC su diverse scadenze (o curva dei tassi spot). Nota la struttura a termine è possibile valutare quindi i titoli *Zero-Coupon*.

Se si deve stimare il prezzo di un titolo con cedola, è necessario scomporlo come se le cedole fossero dei titoli *Zero-Coupon*. Il problema che si pone per ottenere la curva dei tassi spot è che nel mercato non quotano titoli zero-coupon per le diverse scadenze. Bisogna, perciò, ricorrere ai titoli provvisti di cedole. Il metodo più utilizzato per ricavare la *term structure* dai titoli con cedola è il *Bootstrapping*.

2.4 Il Bootstrapping

Tramite il *Bootstrapping* si può, procedendo in successione, ricavare la curva dei tassi spot. È possibile quindi concludere che il prezzo di un titolo è dato dalla somma dei flussi di cassa futuri attualizzati al relativo tasso spot. Il Tasso Interno di Rendimento (TIR) non è altro che la media ponderata dei diversi tassi spot e quindi il prezzo è la somma dei va-

lori attuali delle entrate future che il titolo origina, tutti scontati al TIR. Questo permette di dare una spiegazione logica alla quotazione di un titolo sopra, sotto o alla pari.

Si può infatti affermare che a parità di altri fattori il prezzo dipenda dalla differenza tra tasso cedolare offerto e TIR: se la cedola è uguale al TIR il prezzo sarà alla pari; se la cedola è maggiore del TIR il prezzo sarà sopra la pari; se la cedola è minore del TIR il prezzo sarà sotto la pari. Inoltre la durata del titolo può condizionare proporzionalmente il prezzo: se la cedola è maggiore del TIR il prezzo sarà tanto più elevato quanto più è lontana la scadenza; se la cedola è minore del TIR il prezzo sarà tanto minore quanto è maggiore la scadenza.

2.5 Le determinanti del prezzo

L'ormai conosciuta eterogeneità del segmento obbligazionario può dipendere da molti aspetti che possono influenzare i prezzi, il tasso a pronti, il rendimento effettivo a scadenza, il rendimento atteso e il rischio di periodi successivi. La teoria standard si occupa di determinare il rendimento effettivo e il prezzo. Il primo può essere differente tra obbligazioni per diverse ragioni tra cui:

1. Durata
2. Rischio di credito
3. Regime fiscale
4. Clausole
5. Tasso cedolare.

2.6 La durata e le teorie sulla term structure

La relazione tempo-rendimento, definita struttura a termine, è il punto di partenza per comprendere l'effetto della scadenza sul rendimento o sul prezzo di un bond. Innanzi tutto, per analizzare l'effetto della scadenza sul rendimento, tutte le altre condizioni che influenzano lo yield devono rimanere invariate. In altri termini si trattano obbligazioni simili rispetto a rischio, trattamento fiscale e clausole di rimborso.

2.6.1 La teoria della segmentazione dei mercati

Le origini di questa teoria nascono dall'osservazione che molti investitori ed emittenti di obbligazioni sembrano avere una spiccata preferenza per il debito con una scadenza precisa. Essi sembrano addirittura insensibili ai differenziali di rendimento tra le diverse scadenze.

La teoria della segmentazione dei mercati sostiene dunque che gli investitori sono sufficientemente avversi al rischio da operare solo nell'intervallo di scadenze da loro desiderato. Non esiste differenziale di rendimento che li possa indurre a spostare la scadenza dell'investimento. I tassi a lungo termine sono quindi la risultante unica dell'offerta e della domanda di fondi a lungo termine. Per lo stesso motivo i tassi a breve termine sono de-

terminati solo dall'offerta e dalla domanda dei fondi a breve. Coloro che credono alla teoria della segmentazione dei mercati esaminano i flussi di fondi all'interno di questi segmenti di mercato per predire cambiamenti nella curva dei rendimenti.

2.6.2 Teoria delle aspettative pure

Per questa teoria i tassi spot futuri attesi sono rappresentati esclusivamente dai tassi *forward*. Di conseguenza una curva dei tassi crescente indica che il mercato si aspetta che i futuri tassi a breve termine aumentino. Viceversa per la curva decrescente. I sostenitori di questa teoria credono dunque che il rendimento di un'obbligazione a un anno sia pari al rendimento di un'obbligazione semestrale più il rendimento atteso di un'obbligazione semestrale acquistata alla fine del primo semestre.

Una seria lacuna di questa teoria è che non considera i rischi inerenti all'investimento obbligazionario. Se i tassi *forward* fossero predittori perfetti dei tassi futuri, allora i prezzi futuri delle obbligazioni sarebbero certi e così pure sarebbe certo il rendimento su un dato periodo d'investimento, indipendentemente dalla scadenza dello strumento acquistato. Invece ci sono due elementi di incertezza in merito al rendimento su un dato orizzonte d'investimento: l'incertezza sul prezzo di realizzo e l'incertezza sul tasso di reinvestimento dei flussi di cassa intermedi.

2.6.3 Teoria della preferenza per la liquidità

Questa teoria è basata sull'analisi dei rendimenti di portafogli obbligazionari con diverse scadenze. Ipotizza che per indurre gli investitori a posizionarsi su un orizzonte temporale differente a quello preferito è necessario offrire loro un rendimento atteso superiore. Supponendo che ci siano pochi soggetti disposti a investire a lungo termine, per convincerli deve essere offerto un rendimento maggiore.

Investitori avversi al rischio deterranno obbligazioni a lunga scadenza se compensati da un tasso di interesse più alto del tasso futuro atteso con un premio per il rischio che sia direttamente legato alla scadenza. I tassi *forward* dovrebbero quindi riflettere sia le aspettative dei tassi sia un premio per il rischio e tale premio dovrebbe essere tanto maggiore quanto più lontana è la scadenza. Di conseguenza i tassi *forward* non sono uno stimatore corretto delle aspettative del mercato sui tassi d'interesse futuri perché incorporano un premio per la liquidità.

2.6.4 Teoria dell'Habitat Preferenziale

Secondo la teoria dell'Habitat Preferenziale gli investitori che allineano la durata delle loro attività con quella delle loro passività rischiano di meno. Il *matching* tra la durata delle attività e quella delle passività è l'habitat preferito.

Un premio al rischio positivo e crescente con la scadenza sarebbe quindi giustificabile solo se tutti gli investitori intendessero liquidare il loro investimento alle scadenze più prossime mentre i prenditori ambissero ad indebitarsi a lungo termine. Se c'è uno sbilancio tra l'offerta e la domanda di fondi all'interno di un certo range di scadenze, gli investitori ri-

chiedono un extra-rendimento per accettare di spostare i propri fondi al di fuori del loro orizzonte d'investimento preferenziale, a compensazione dei maggiori rischi sostenuti. Allo stesso modo i prenditori si indebitano fuori dal loro orizzonte preferenziale solo se indotti da uno sconto.

2.7 Rischio di credito e il rating dei corporate bond

Ogni obbligazione ha una certa probabilità che il rimborso in conto capitale o la cedola non siano pagati, tramutando il suo rendimento atteso. Inoltre la presenza di rischio dovrebbe giustificare un rendimento atteso maggiore rispetto al rendimento su un'obbligazione simile ma priva di rischio di credito.

La differenza tra il rendimento promesso e il rendimento atteso costituisce il premio al rischio di credito mentre la differenza tra rendimento atteso e rendimento free risk costituisce il premio al rischio.

Con il termine rischio di credito si intende la possibilità di subire una perdita dovuta al verificarsi di una delle due seguenti diverse tipologie di eventi creditizi:

- Il mancato adempimento degli obblighi contrattuali di una controparte (rischio di default o d'insolvenza);
- Una variazione del merito creditizio di una controparte, con la conseguente variazione del valore finanziario della posizione creditoria (rischio di migrazione o di spread).

Il rischio di credito come ben noto viene misurato da agenzie specializzate che analizzano le caratteristiche dell'emittente ed eventuali garanzie accessorie del titolo e assegnano una Probabilità di Default (PD).

Il maggior segmento del mercato obbligazionario, dopo quello sui titoli governativi, è rappresentato dalla compravendita di obbligazioni *corporate*.

Le obbligazioni emesse dalle società sono collocate con rendimenti maggiori rispetto ai bond governativi e il differenziale di rendimento è definito *spread*. Esso cresce con la scadenza e con il decrescere del rating. I fattori che lo influenzano sono:

- *Default risk*
- *Tax premium*
- *Risk premium*

Le obbligazioni societarie, come sopra accennato, sono classificate dalle società di rating che le suddividono in due macro categorie, titoli *investment grade* (a basso rischio) e titoli *speculative grade* o *high yield* (ad alto rischio e alto rendimento). La tabella 2.7.1 riporta la classificazione di due importanti agenzie di rating, *Moody's* e *Standard&Poor's*.

	MOODY'S	STANDARD & POOR'S
INVESTMENT GRADE		
Qualità massima (Qualità più elevata, rischio d'investimento minimo)	Aaa	AAA
Qualità elevata (Spesso definite "obbligazioni high-grade")	Aa	AA
Qualità medio-altra (Numerose caratteristiche d'investimento favorevoli)	A	A
Qualità media (Né altamente protette né con garanzie insufficienti)	Baa	BBB
SPECULATIVE GRADE		
Piuttosto speculativa (Presenta caratteristiche speculative)	Ba	BB
Speculativa (In genere non presenta le caratteristiche auspicabili per un investimento)	B	B
Altamente speculativa (Obbligazioni con basso merito di credito)	Caa	CC
Estremamente speculativa (Prospettive negative)	Ca	CC
Insolvenza imminente (Prospettive estremamente negative)	C	C
Default	C	D

Tabella 2.7.1. Descrizione dei rating di Moody's e Standard&Poor's.

Di consueto i bond *High Yield* sono emessi da società "giovani" operanti in settori molto competitivi e con andamenti parecchio variabili. Spesso a queste società vengono associati elevati livelli di leva finanziaria, presentando un maggiore rischio di insolvenza, ricompensato in genere da un tasso di interesse più elevato.

In caso di deterioramento della qualità creditizia di un emittente il rating sullo stesso può subire una variazione (declassamento in questo caso) e, viceversa, può essere innalzato qualora il merito creditizio migliori.

Il termine *Fallen Angel* descrive le società *investment grade* che hanno subito un declassamento del rating. Per *Rising Star* invece si intende il processo contrario, che riguarda società che hanno riscontrato un *upgrade* per migliorate condizioni di merito creditizio. I rating attribuiti dalle agenzie sono soggettivi, di conseguenza è possibile che queste ultime siano in disaccordo, fenomeno noto come *split rating*. Queste situazioni offrono opportunità di incrementare il rendimento assumendo un rischio più elevato.⁸

⁸ PIMCO, Le obbligazioni societarie e i loro vantaggi.

2.8 Corso secco e corso telquel

Le obbligazioni sono di norma quotate al corso secco, un valore diverso al prezzo che effettivamente deve essere pagato da chi le acquista. Il prezzo, infatti, necessita di un'aggiunta corrispondente all'ammontare di interessi maturati dal momento dello stacco della cedola precedente al giorno in cui si acquista/vende il titolo (in gergo *Accrued Interest*). Questa parte di interessi è il rateo, che sommato al corso secco ci dà il prezzo di negoziazione corretto, al corso telquel.

2.9 Le misure del rischio di prezzo

Il rischio di un bond (definito anche rischio di prezzo, rischio di tasso o rischio di interesse) è rappresentato dalla variazione (positiva o negativa) che il prezzo può subire per effetto di una variazione (in aumento o diminuzione) nelle aspettative della curva dei tassi spot futuri. Nella figura 2.9.1⁹ possiamo vedere come una variazione dei tassi spot può apportare dei significativi cambiamenti sia al prezzo sia allo YTM.

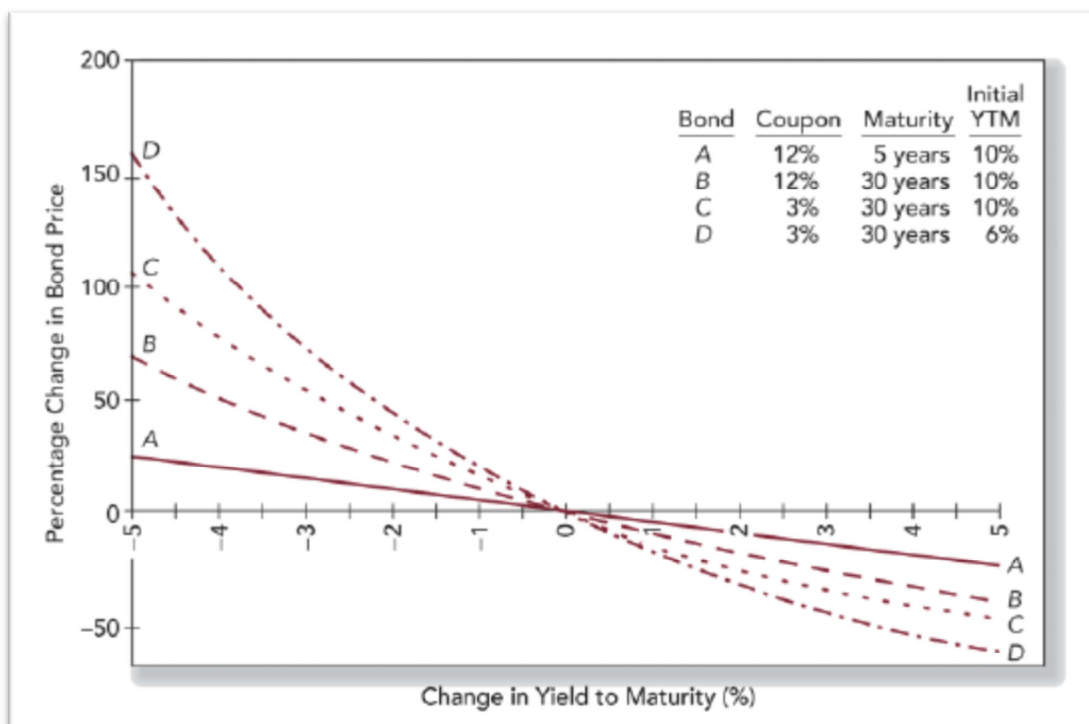


Figura 2.9.1. Variazione di prezzo e YTM determinata da una variazione dei tassi spot.

Fonte: Bodie-Kane-Markus, *Investments*

La sensibilità del prezzo di un bond alla variazione dei tassi di interesse è rappresentata dalla *Duration*. Questa misura è la somma delle durate di ciascun flusso di cassa ponderata per il valore attuale (attualizzato al TIR) di ciascun flusso diviso per il prezzo.

⁹ Bodie-Kane-Markus, *Investments*, 8° ed. (2008)

$$D = \sum_{t=1}^T t * w_t$$

$$w_t = \frac{CF_t / (1 + y)^t}{P}$$

Da queste formule si ricava la *Macaulay Duration* che è la durata finanziaria ponderata per i flussi di cassa ed è espressa in anni.

La Duration è un concetto chiave nel *fixed-income portfolio management* poiché indica la durata media del portafoglio, è uno strumento essenziale per assumere decisioni di immunizzazione dal rischio di tasso e rappresenta una misura di sensibilità del portafoglio. Ha più senso quindi esprimere la duration in termini di elasticità:

$$D = \frac{\Delta P}{P} / \frac{\Delta r}{1+r} \quad \text{con} \quad \frac{\Delta P}{P} = - \frac{D}{1+y/k} * \Delta y$$

Dove $D/(1+y/k)$ è detta *modified duration* e k = numero di flussi per anno.

La *Duration Modificata* permette il calcolo della durata media finanziaria (*duration*) non in funzione di un solo tasso, ma di un'intera curva. Essa funge da moltiplicatore del movimento dei tassi di interesse. In pratica, serve per calcolare la variazione percentuale del prezzo di un titolo nell'ipotesi di un movimento parallelo e istantaneo dei tassi.

A differenza della *duration* "semplice", il risultato ottenuto non è un valore assoluto in anni, ma un valore che permette di conoscere quanto varia il prezzo del titolo (o portafoglio) in esame, al variare del suo rendimento interno.

Il modo più diretto per calcolare la variazione percentuale di prezzo di un bond al variare del suo *Yield to Maturity* è di fare la media delle variazioni percentuali di prezzo che risultano da un aumento e da una diminuzione dei tassi in egual numero di *basis points*. Si rappresenta quindi la *duration* come la variazione percentuale approssimata del prezzo per una variazione dei tassi di 100 Bps:

$$\frac{\text{Prezzo se il tasso scende} - \text{Prezzo se il tasso sale}}{2(\text{prezzo iniziale})(\text{variazione del tasso in decimali})}$$

Si definisce questa misura *Effective Duration*.

Sono quattro le variabili che incidono sulla *Duration*: durata; tasso cedolare; frequenza cedolare; tasso di rendimento.

La *Duration* aumenta quanto maggiore è la *durata*. Inoltre tende ad avvicinarsi molto alla durata quanto più pesa il flusso finale sul totale delle entrate garantite dal titolo. Se pensiamo ad uno *Zero-Coupon Bond*, che ha un unico flusso a scadenza, *Duration* e durata si equivalgono.

A parità di altri fattori, un *tasso cedolare* più basso incrementa la *duration*: la ragione deriva dalla minore quota del flusso in entrata che viene anticipato rispetto alla scadenza. Si può quindi affermare che maggiore è il peso sul prezzo del flusso finale e maggiore sarà il valore che assumerà la *Duration*. Gli investitori, a fronte di aspettative di rialzo dei tassi dovranno scegliere titoli a cedola alta (minore caduta del prezzo a causa di minore volatilità) ed il contrario in ipotesi di scenario con aspettative di ribasso dei tassi.

A parità di altre variabili, il titolo con *cedola più frequente*, anticipando una quota maggiore del valore attuale delle somme da incassare, fa scendere il peso dell'ultimo flusso sul totale e, di conseguenza, abbassa la *duration*. Questo può essere interpretato come un segnale positivo, maggiore è la quota e la frequenza con cui si incassano i flussi in entrata, minore è la volatilità del titolo.

Ciò permette di affermare che, note le aspettative sui tassi e a parità delle altre condizioni, vanno acquistati titoli a cedola poco frequente, in ipotesi di ribasso dei tassi e a cedola frequente in ipotesi contraria.

Un *tasso di rendimento* elevato fa diminuire, a parità di altri fattori, la misura della *duration*. Il *Bond* con TIR basso attualizza i flussi a un tasso limitato, con l'effetto conseguente di rendere il prezzo più elevato. In relazione alle aspettative sui tassi è possibile individuare la migliore strategia per l'investitore: vanno scelti titoli con rendimento basso se la previsione è di caduta dei tassi e titoli con rendimento alto in caso contrario.

Sebbene la *duration* sia indispensabile per spiegare le variazioni di prezzo per piccoli spostamenti della curva dei rendimenti, essa non è altrettanto precisa nel caso di spostamenti più sensibili. Essendo la relazione prezzo-rendimento convessa e non lineare, l'aumento del tasso riduce il prezzo meno di quanto lo aumenta un'identica correzione del tasso di segno negativo. La variazione del prezzo analizzata tramite la *modified duration* è imperfetta poiché sottostima l'aumento e sovrastima la diminuzione.

Per avere una misura corretta del differenziale di prezzo bisogna tenere conto della convessità attraverso un aggiustamento:

$$C = \frac{V_- + V_+ - 2V_0}{2(V_0)(\Delta y)^2}$$

Che si può facilmente trasformare nell'aggiustamento per la convessità alla variazione percentuale di prezzo in questo modo:

$$C * (\Delta y)^2 * 100$$

C rappresenta la misura di *convexity*.

Il matching perfetto, in gergo tecnico *dedication*, consiste nel creare un portafoglio meno costoso possibile producendo flussi di cassa in entrata perfettamente allineati con i flussi di cassa in uscita.

Le tecniche di *matching* rientrano nel gruppo delle strategie passive poiché, una volta creato il portafoglio, non sono necessari aggiustamenti, anche qualora la curva dei tassi dovesse subire dei cambiamenti. La *performance* è immune alle variazioni nei tassi di interesse perché permette di onorare la sequenza di debiti indipendentemente dai cambiamenti della curva dei rendimenti.

Il *matching* presenta però due rischi rilevanti. Il primo riguarda i flussi di cassa attesi che potrebbero non verificarsi a causa di insolvenza o rimborso anticipato dell'obbligazione. Il secondo riguarda il reinvestimento dei flussi per fronteggiare i debiti dei periodi successivi che potrebbero non rivelarsi sufficienti.

Capitolo 3

La gestione dei portafogli obbligazionari nel breve periodo

3.1 Indicizzazione

L'indicizzazione è una delle più seguite e conosciute strategie di gestione passiva, basata sulla replica di un indice. Storicamente risultano essere pochi i fondi attivi che hanno ottenuto performance migliori rispetto agli indici obbligazionari e questo è il motivo principale che spinge numerosi gestori passivi a cercare di replicare un indice.

Essendo migliaia le obbligazioni societarie in circolazione e molte tra queste non si possono definire liquide è difficile riuscire a detenere in portafoglio uguali proporzioni dell'indice. L'indicizzazione avviene perciò a mezzo di *cell matching*. Questa operazione inizia con l'individuazione delle caratteristiche principali dei bond: categoria, duration, cedola e rating. Successivamente si determina la proporzione dell'indice con determinate caratteristiche come *rating*, *duration* e *coupon*¹⁰. Una volta determinato il peso per ogni macro categoria dell'indice si cerca di replicarlo costruendo un portafoglio con uguali pesi e medesime proporzioni.

3.2 Previsione dei tassi

Si è precedentemente reso noto che la causa principale di una variazione nei rendimenti di breve periodo è dovuta dagli spostamenti inattesi delle curva dei tassi. La *Duration*, come più volte sottolineato, misura la sensitività di un titolo a questi spostamenti. Se i tassi crescono le obbligazioni con *duration* bassa perdono valore meno di quelle con *duration* alta, se i tassi decrescono le obbligazioni con *duration* bassa guadagnano meno di quelle con *duration* alta.

La strategia incentrata sulla previsione dei tassi si basa dunque sulle *view* sul futuro andamento della curva e prevede di accorciare la duration del portafoglio quando ci si aspetta che i tassi crescano e di allungare la duration quando ci si aspetta che scendano.

Questa è una strategia di timing che impone dei costi di transazione considerevoli. Ma non è solo questo lo svantaggio che ne sconsiglia l'impiego. Sono infatti poche le obbligazioni talmente liquide da consentire un *rebalancing* di questo tipo e quasi sempre sono di tipo governativo (data la scarsa liquidità dei titoli corporate). Questo provoca due effetti negativi. Il primo riguarda il rendimento, la scelta dei titoli più liquidi infatti ridurrà la possibilità di extra-rendimenti offerti da titoli meno liquidi e più rischiosi. Il secondo aspetto è la diversificazione che ne risentirà molto a causa del ristretto range che comprende titoli con caratteristiche che permettano queste operazioni.

Tramite l'utilizzo dei *futures* i gestori possono alterare la *duration* a costi di gran lunga inferiori rispetto alla compravendita dei titoli. Per accorciarla, ad esempio, si vendono *futures*. Si consideri ad esempio la vendita di *futures* su tassi a lungo termine da parte di chi

¹⁰ Esempio: *rating* BB2; *duration* tra 3 e 4 anni; *coupon* tra 8% e 10%.

ha una posizione lunga in *Treasury Bill* americani. L'anno seguente i *Treasury Bill* possono essere consegnati da contratto a scadenza. Lo *switch* realizzato muta l'orizzonte temporale da lungo termine a un anno, facendo così diminuire la *duration*. Una posizione lunga sul *futures* allunga, viceversa, la scadenza.

Così facendo, i profitti e le perdite sulle operazioni in derivati si prospettano un buon indicatore delle abilità di *timing* di un *fund manager* obbligazionario.

3.3 Selezione e rotazione dei settori

I gestori potrebbero ritenere che nel lungo periodo alcuni settori sovraperformeranno quanto previsto. La strategia più comune per rendere operativa questa *view* è la riduzione della classe media di rating del portafoglio. Un gestore convinto che i bond *high yield* presentino meno rischio di quello giustificato dal loro tasso di rendimento dovrebbe investire in modo permanente.

Collegata a questa strategia troviamo la rotazione dei settori che consiste nel prendere posizioni *overweighted* su specifici settori ipotizzando che avranno rendimenti maggiori rispetto agli altri.

3.4 Strategia del *mispricing*

Questa strategia si applica generalmente alla selezione di obbligazioni di basso rating. Questo perché il rating associa una determinata PD¹¹ e LGD¹² ad ogni categoria. Verificando le caratteristiche di ogni emittente si può cercare di individuare le obbligazioni che hanno probabilità di insolvenza o perdita attesa diverse rispetto a quanto assunto dalle agenzie di rating. Queste obbligazioni avranno pertanto differenze di prezzo che potrebbero presentare non trascurabili profitti.

3.5 Stima dei rendimenti attesi

Secondo la già illustrata teoria delle aspettative pure tutte le obbligazioni dovrebbero fruttare lo stesso tasso di rendimento nel medesimo orizzonte temporale. Ciò ci porta a concludere che il rendimento atteso dei periodi successivi non è altro che il tasso a pronti uniperiodale.

La condizione subisce delle modifiche qualora si ipotizzi che i bond possono essere erroneamente prezzati, in questo caso il rendimento atteso è funzione del prezzo errato. Si rivela quindi indispensabile ipotizzare un periodo di tempo necessario perché i prezzi si aggiustino. Coerentemente con l'evidenza empirica si ipotizza che i prezzi possano riallinearsi nell'arco di un periodo e quindi, cominciando dal cash flow atteso durante il periodo e dal capital gain, si può calcolare il tasso di rendimento.

¹¹ Probability to Default. La probabilità di default è la probabilità che la controparte si renda inadempiente all'obbligazione di restituire il capitale prestato e gli interessi su di esso maturati.

¹² Loss Given Default. Si riferisce alla percentuale di credito che, in caso di insolvenza, non è possibile recuperare, ed è espresso come la differenza tra il valore del credito al momento del default ed il valore del credito recuperato, al netto dei costi legali e amministrativi sostenuti per il recupero e del costo finanziario del tempo intercorso tra il verificarsi dello stato di default e il recupero effettivo (chiusura del contenzioso).

Alla ipotesi trattata si aggiungerebbe un altro elemento se si utilizzasse la teoria del premio per la liquidità. La procedura di calcolo è la medesima, considerando gli effetti che il premio per la liquidità genera sulle aspettative dei tassi.

3.6 Single index model e Multi index model

Per praticità si considerino innanzi tutto bond governativi. Il rendimento di questi titoli è diviso in due componenti: il rendimento atteso e il rendimento non anticipato dovuto a variazione nella struttura dei rendimenti e/o altre variazioni nel *pricing*.

Ipotizzando sempre vera la teoria delle aspettative il rendimento inatteso ha due fonti: la variazione della curva dei rendimenti o la variazione nel *pricing* rispetto alla curva stessa.

L'ipotesi di partenza è che l'effetto degli spostamenti diversi da quelli ipotizzati implicitamente nella *duration* sia casuale, come casuali sono anche gli scarti di prezzo delle obbligazioni rispetto alla curva dei rendimenti. Date queste ipotesi, l'effetto combinato sui rendimenti è casuale e può essere rappresentato dalla variabile casuale e_i con valore atteso pari a zero e varianza σ_{ei}^2 . Quindi:

$$R_i = \bar{R}_i - D_i\Delta + e_i$$

Dove: R_i è il rendimento totale, \bar{R}_i è il rendimento atteso, $D_i\Delta$ è il rendimento relativo a uno spostamento inatteso della curva dei tassi e e_i è l'effetto casuale sul rendimento.

Considerando $R_m = \bar{R}_m - D_m(\Delta)$ e risolvendo l'equazione precedente si ottiene:

$$R_i = \bar{R}_i + \frac{D_i}{D_m}(R_m - \bar{R}_m) + e_i$$

Per avvicinare questo modello al single index model utilizzato nel mercato azionario è necessario definire β_i come D_i/D_m . Ipotizzando l'indipendenza degli errori casuali dall'indice obbligazionario, β_i assume il significato ben noto di covarianza tra R_i con R_m divisa per la varianza di R_m . Questo indicatore permette di osservare la "dipendenza" tra un titolo e il mercato.

Tramite le misure di Duration è possibile ottenere una corretta stima dei β :

$$\begin{aligned} cov(R_i, R_j) &= \frac{D_i D_j}{D_m^2} \sigma_m^2 \\ var(R_i) &= \frac{D_i^2}{D_m^2} \sigma_m^2 \end{aligned}$$

Il mercato obbligazionario è influenzato da più fattori tra cui premi alla liquidità, effetti fiscali, possibilità di rimborsi anticipati, rischio di credito. Se tutti questi fattori fossero costanti nel tempo allora il modello single index sarebbe appropriato.

Il modello *multi-index* permette di misurare più accuratamente l'effetto delle variazioni sui tassi e incorpora la volatilità dei rendimenti di particolari classi di rating e titoli governativi. Oltre a questo incorpora pure la variabilità derivante dalle differenze tra rendimenti

di bond governativi, finanziari e societari oltre ad incorporare la variabilità derivante dalle differenti pressioni fiscali.

Stimare la sensibilità nel processo di generazione dei rendimenti obbligazionari è molto più difficile rispetto a quanto non lo sia per i rendimenti azionari. Generalmente le stime iniziano da una regressione della serie storica del rendimento sui fattori. Con le obbligazioni la scadenza si riduce con il passare del tempo e in genere si tende a credere che la sensibilità ai fattori sia collegata con la scadenza. Le serie storiche della sensibilità sono dunque un dato decisamente inappropriato.

Si stima quindi la sensibilità per uno zero coupon bond con scadenza costante. I bond con cedole possono essere interpretati come portafogli di zero coupon e siccome la sensibilità di un portafoglio è la media ponderata dei bond che lo compongono si può procedere a stimare la sensibilità del bond.

Capitolo 4

L'analisi fondamentale e i suoi indicatori più rilevanti

Introduzione: investire nel mercato obbligazionario: l'alternativa dei mercati emergenti

Un investimento di tipo obbligazionario si presenta assai complesso nel contesto odierno. I tassi di riferimento ai minimi storici non agevolano il lavoro dei gestori. I titoli *investment grade* (dalla BBB alla AAA) ormai garantiscono, in media, un rendimento di poco superiore al tasso d'inflazione. Vengono perciò sempre più utilizzati come buoni sostituti della liquidità, essendo facilmente vendibili e a basso rischio. Se la nostra attenzione si spostasse dai titoli *corporate* a quelli governativi, lo scenario sarebbe medesimo se non aggravato. I titoli delle economie solide, considerati *free risk* (senza rischio) hanno raggiunto un livello raramente riscontrato in precedenza, garantendo un interesse per lo più sicuro ai propri investitori/risparmiatori ma di bassissimo ammontare.

Quanto scritto sopra può essere facilmente interpretato con l'analisi grafica riportata in figura I che rappresenta l'andamento dell'inflazione e del *Bund* tedesco a dieci anni: osservando l'andamento della linea blu (rendimento percentuale annuo del *Bund*) si può evincere come dagli anni '90 a oggi ci sia stato un netto calo dei rendimenti, passando dall'11% al 2%.

La linea rossa, che mostra l'andamento del tasso d'inflazione, denota un progressivo avvicinamento a quella blu, rendendo l'investimento in un *bund* tedesco un mero effetto di protezione del capitale. Ne è prova la riduzione dello spread *bund* contro inflazione (linea verde) che in alcuni casi raggiunge un valore nullo (es: settembre 2012).

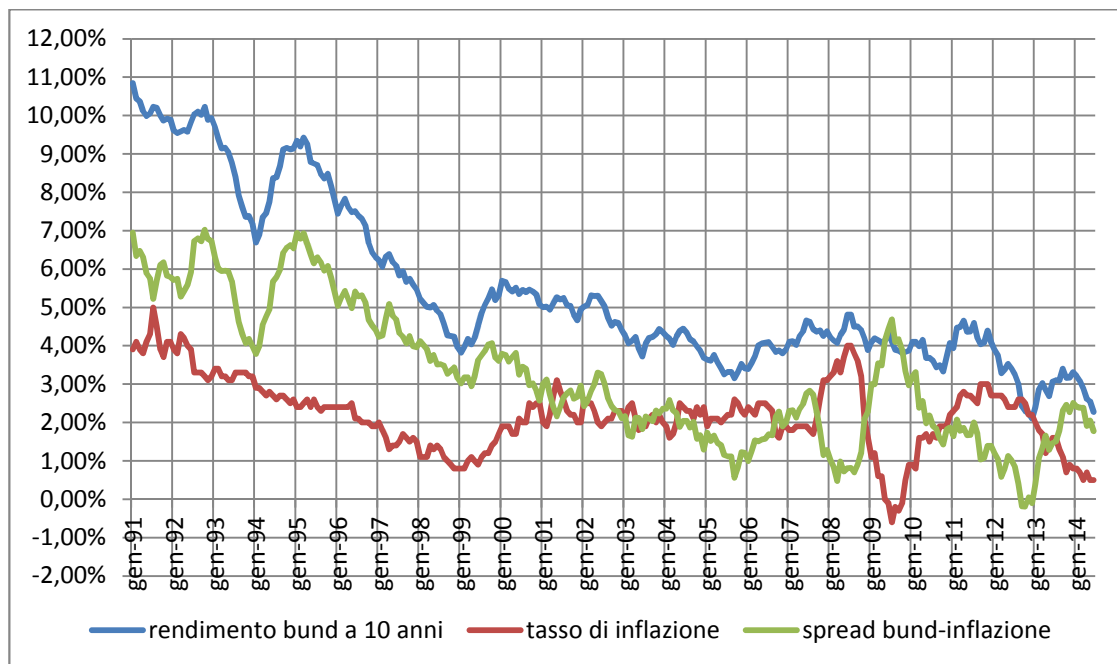


Figura I. Inflazione vs Bund.

I fondi obbligazionari “sicuri” ormai non riescono più a garantire un adeguato rendimento, spingendo sempre più *asset* e *fund manager* a spostare i propri portafogli su obbligazioni di paesi emergenti, comprese quelle obbligazioni *corporate* che in passato erano definite *junk bond* (obbligazioni spazzatura).

Investire nel mercato obbligazionario emergente presenta molteplici difficoltà. La forte correlazione tra l’andamento dei titoli e la politica interna di ogni paese e la scarsa stabilità di molti emittenti rendono questo mercato estremamente complesso.

Negli ultimi anni l’influenza dei mercati emergenti ha intensificato la crescita dei mercati finanziari internazionali e più in generale dell’economia globale. Essi comprendono paesi con economie in fase di sviluppo (Africa, Europa orientale, America latina, Russia, Medio Oriente e Asia), in alcuni casi fortemente dipendenti dall’esportazione di materie prime e da grandi settori manifatturieri.

Dagli anni Novanta in poi tre importanti fattori hanno vivacizzato l’afflusso di capitali verso gli *Emerging Markets*: la valuta di riferimento dell’emissione, il rating creditizio e l’ampia gamma di titoli offerti. Numerosi paesi sono passati a politiche monetarie e fiscali più rigorose, rendendosi più regolamentati e allontanando timori e perplessità degli investitori verso possibili default, svalutazioni valutarie, o impennate inflazionistiche. Il sostanziale passaggio del debito all’emissione in valuta locale (prima saldamente vincolato al dollaro USA) ha permesso ridotti scostamenti sul cambio contro dollaro, permettendo ai mercati emergenti di assorbire meglio eventuali shock e fronteggiare la volatilità finanziaria globale.

L’aumento della qualità creditizia e l’ancoraggio del debito alla valuta locale hanno attirato nuovi investitori verso questa *asset class* emergente, creando nuove opportunità di assunzione di prestiti per i governi e le società dei mercati emergenti.

Vantaggi e rischi di un investimento in Bonds High Yield Emerging Markets

I rendimenti elevati dei titoli a reddito fisso EM costituiscono il vantaggio più appetibile, rispettando il ben noto principio di rischio/rendimento.

Un altro vantaggio significativo può essere generato dall’aumento del valore dei titoli al corso secco. Nel lungo periodo il miglioramento della qualità del credito e l’inserimento di nuovi investitori accelerano il valore delle quotazioni, che può rapidamente trasformarsi in guadagno capitale.

Inoltre, l’aumento della possibilità di diversificare in più settori per ridurre il rischio¹³, può portare a una progressiva riduzione della volatilità di portafoglio, dovuta anche alla minore correlazione delle obbligazioni dei paesi emergenti rispetto alle *asset class* tradizionali.

¹³ Questa possibilità in passato non c’era a causa delle ristrettezze e dell’arretratezza di alcuni paesi su determinati settori.

Infine, stando alle basse aspettative di crescita delle economie sviluppate, è probabile che l'impulso alla crescita globale possa essere sempre più trasmesso da paesi come Brasile, Cina, India, Russia. Questi paesi, infatti, non ancora soffocati dal debito sovrano, sono in grado di concedere rendimenti più alti ai propri investitori e attrarre così maggiori flussi di capitale.

Il pericolo predominante rimane comunque la fuga di capitali dalle economie emergenti ascrivibile a un calo della propensione al rischio degli investitori. Questo può a sua volta innescare una diminuzione dei prezzi e un allargamento dello spread. Uno sguardo al passato ricorda come possa aumentare l'avversione al rischio di molti investitori in fasi di rallentamento delle economie sviluppate. A questo consegue un deflusso di capitale dai paesi emergenti i cui prodotti attirano per lo più paesi sviluppati.

Sebbene sia frequente raggruppare il debito degli EM in un'unica macro categoria, non si tratta di una categoria omogenea. Nel breve termine titoli di un'area, di un paese o di una regione potrebbero avere deludenti performance mentre titoli simili ma di un'altra posizione geografica potrebbero conseguire risultati positivi.

Per ridurre l'esposizione al rischio è necessario quindi prendere in considerazione tutti i fattori macroeconomici che possono influire notevolmente sul mercato.

Grazie a una maggiore attenzione al rischio nonché a perdite impreviste sui mercati emergenti, gli investitori hanno cominciato a differenziare tra paesi e settori. A livello settoriale, le attività che producono beni di consumo per la classe media, in crescita nei mercati emergenti, sono diventate più allettanti per gli investitori a scapito delle attività a capitale intensivo e quelle cicliche che hanno perso attrattiva.

India, Cina e Russia si trovano in questo momento di fronte a problemi di entità rilevante. L'India sta soffrendo per il forte rallentamento nella crescita, il grosso *deficit* fiscale e delle partite correnti, la rigidità del mercato del lavoro e l'incertezza della politica economica. L'economia russa aveva subito un rallentamento ancora prima della destabilizzante crisi politica e militare della Crimea. La Russia è sull'orlo di una recessione e ha visto un deflusso di capitale superiore a 100 miliardi di dollari nel primo semestre di quest'anno, più di quello registrato nell'intero 2013. Con il suo *surplus* di risparmio e il suo controllo sul capitale, la Cina è relativamente protetta dalla volatilità dei flussi a breve termine. In questo momento l'umore è al ribasso per le preoccupazioni sul rallentamento della crescita, l'eccessivo aumento del debito e i possibili *default* nel settore bancario-ombra.

Nel lungo periodo, lo scenario per gli investimenti nei mercati emergenti, in particolare quelli con i fondamentali macroeconomici più forti, un clima politico stabile e una classe media in espansione, è tuttavia promettente. L'attuale ondata d'industrializzazione e urbanizzazione, combinata a una crescita di produttività superiore dovuta allo spostamento delle risorse verso attività a maggiore produttività, non si è arrestata. Con una crescita demografica e produttiva sempre più forte, il vantaggio della crescita relativa di gran parte delle economie emergenti rispetto a quelle sviluppate resterà ragguardevole. Un maggiore interesse degli investitori istituzionali verso i mercati emergenti dovrebbe stimolare

flussi di capitale futuri. Molti investitori istituzionali hanno, infatti, stabilito degli obiettivi per diversificare i propri titoli sui mercati di *asset* dei Paesi emergenti e mentre i singoli investitori liquidavano gli *asset* nell'estate 2013, gli investitori istituzionali continuavano ad acquistare.

4.1 Metodologia

In precedenza sono state riportate le nozioni di base per operare in ambito fixed income, si è visto quali sono i fattori che influenzano i prezzi e i rendimenti di un *bond* e la sua sensibilità al variare dei tassi¹⁴.

Il presente elaborato si pone l'obiettivo principale di costruire una strategia di investimento per l'area russa in grado di battere il *benchmark* EMHB Russia. Per la selezione dei titoli non si considera esclusivamente il tasso cedolare e/o lo *Yield To Maturity*¹⁵, bensì le condizioni economico-finanziarie di ciascuna società; ciò consente di assumere una posizione uguale o differente a quella delle agenzie di *rating*.

Tale processo, noto come analisi fondamentale, consente di sfruttare extra rendimenti (tipici nel mercato *High Yield*) cercando di contenere il rischio di default degli emittenti e le sue relative ripercussioni.

L'inizio di questo studio è fondato sui titoli presenti nell'indice EMHB Russia al 31.1.2013: in tal senso le posizioni si dividono in *overweight* / *underweight* rispetto all'indice.

La *timeline* dell'investimento è di 18 mesi: dal 30 gennaio 2013 al 30 giugno 2014. Tale scelta permette di configurare questo periodo come "futuro virtuale" e ipotizzare scelte di investimento iniziali senza conoscere i dati futuri. Ciò consente un confronto più adeguato con l'indice per verificare le reazioni del portafoglio durante la crisi di Crimea e il conseguente shock finanziario.

Le analisi fondamentali sono eseguite facendo riferimento ai bilanci delle società al 31.12.2012 dai quali sono estrapolati i dati da utilizzare per costruire degli indicatori che racchiudono un giudizio soggettivo fondato su equilibri patrimoniali, reddituali, finanziari e monetari.

Per la costruzione di indicatori capaci di racchiudere e sintetizzare in un unico giudizio la situazione in cui versa ciascun emittente si fa riferimento alla letteratura basata sulle analisi di bilancio di società appartenenti all'area dell'Europa occidentale. Alcuni accorgi-

¹⁴ Duration.

¹⁵ Nei Mercati Emergenti la prassi considera come YTM lo Yield to Worst, che sinteticamente possiamo definire come il rendimento effettivo nella peggiore situazione verificabile. Gran parte dei bond EM sono *callable*, YTW prende in considerazione soprattutto la possibilità che i titoli vengano richiamati in condizioni di mercato favorevoli per l'emittente.

menti sono apportati con riferimento alla prassi¹⁶ osservata durante l'esperienza di tirocinio. Nella realtà dei mercati emergenti, infatti, non tutti i parametri e le soglie studiati per le analisi di società sviluppate esprimono al meglio la situazione di un emittente appartenente a quest'area. Si è reso necessario un adattamento dei modelli conosciuti per renderli adeguati alle diverse caratteristiche che possono presentare le società russe emergenti. Nonostante alcune differenze la tipologia di indicatori e gli equilibri analizzati non variano nel metodo di calcolo ma solo nei parametri di riferimento presentati in seguito.

Una società in grado di onorare i propri impegni a lungo termine deve presentare una condizione aziendale equilibrata. Ciò significa non solo un'elevata redditività, ma anche contenuti livelli di indebitamento e corretto utilizzo delle fonti di capitale. Le tempistiche per le decisioni di investimento (spesso molto ristrette per cogliere opportunità di profitto prima di altri) obbligano a costruire un modello di valutazione degli equilibri di impresa semplice da interpretare ma al contempo efficace e capace di evidenziare le variabili rilevanti che esprimono il rischio d'impresa.

La valutazione esperita in questa sede si fonda sull'analisi di alcune variabili in grado di esprimere un'adeguata redditività dell'azienda, un contenuto livello di indebitamento ed un'idonea copertura dei fabbisogni di capitale. Nei punti seguenti sono riassunte queste variabili e ne è sintetizzato il significato e l'utilizzo nel modello adottato.

4.2 Il Capitale Investito Operativo

Il Capitale Investito Operativo rappresenta il fabbisogno globale creato dall'impresa tramite la sua attività caratteristica. Si definisce come la somma complessivamente spesa per investimenti a lenta rotazione e investimenti a veloce rotazione. Il capitale investito, infatti, altro non è che la somma di Capitale Fisso¹⁷ e Capitale Circolante Operativo.

Ogni impresa impiega il proprio Capitale Fisso per attuare i processi produttivi. In questo senso deve disporre di un'adeguata struttura produttiva frutto dell'acquisizione iniziale e dei successivi adeguamenti di immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie. Coste immobilizzazioni si rendono necessarie per avviare, mantenere efficiente e incrementare il processo produttivo.

Un'impresa attua i suoi processi produttivi in modo continuativo e rotativo. Un processo produttivo si articola in tre fasi: acquisto, trasformazione e vendita. Nella prima fase l'impresa affronta dei costi di gestione necessari per lo svolgimento dell'attività caratteristica in quanto legati all'acquisto di beni, servizi e lavoro. La manifestazione economica del costo troverà contropartita in una manifestazione finanziaria rappresentata da un pagamento in una certa data futura che dipende dalle dilazioni ottenute sui pagamenti. Queste dilazioni costituiscono un aggregato definito *debiti di gestione*.

¹⁶ Riferimento alla prassi operativa osservata sia dai manager di Swan Asset Management SA sia applicata dagli analisti delle più importanti *Investment Bank*.

¹⁷ Per capitale fisso si intendono le Immobilizzazioni: materiali, immateriali e finanziarie.

Parallelamente all'acquisto di beni e servizi nasce un magazzino di durata pari ai giorni di rotazione media delle scorte¹⁸ il cui valore eguaglia quello dei beni invenduti.

La vendita chiude il ciclo generando effetti di natura economica legati ai ricavi di gestione, nonché effetti finanziari determinati dagli incassi che ne conseguono. Essi dipendono dalle dilazioni concesse ai clienti che assumono la forma di crediti di gestione.

La reiterazione delle attività di acquisto, trasformazione e vendita genera un flusso continuo di pagamenti conseguenti a costi e incassi relativi a ricavi. La successione temporale di incassi e pagamenti genera risorse se i primi anticipano i secondi o fabbisogni finanziari nel caso opposto. Il volume di tali risorse, sia in caso di deficit che di surplus, è definito Capitale Circolante Operativo. Esso esprime il fabbisogno a veloce rotazione, in altre parole quella parte di costi già sostenuti che non abbiano ancora trovato la contropartita in incassi. Può essere calcolato come:

$$CCO = \text{Crediti di Gestione} + \text{Magazzino} - \text{Debiti di Gestione}$$

Se i pagamenti precedono gli incassi la società manifesterà un fabbisogno di fonti di capitale necessarie alla copertura dello sfasamento. Il fabbisogno a veloce rotazione si palesa solo quando i pagamenti precedano gli incassi e cioè quando l'impresa presenti un ciclo monetario¹⁹ positivo. Se quest'ultimo risultasse negativo l'impresa prima riceverebbe gli incassi e poi effettuerebbe i pagamenti.

4.3 Il Margine Operativo

Il Margine Operativo Netto è il margine creato con la gestione caratteristica dell'impresa. È ottenuto come differenza tra ricavi e costi operativi di gestione. È un indicatore importante del conto economico in quanto esprime la capacità dell'azienda di generare margini con la sua attività tipica e non è quindi inquinato da elementi estranei alla gestione.

Per determinare questo valore è necessario conoscere cinque grandezze rilevabili nel comune conto economico di qualsivoglia società:

- I. Ricavi netti di gestione: si ottengono dalla differenza tra i ricavi d'esercizio e i valori di rettifica.
- II. Costi materiali: somma tra il valore delle rimanenze iniziali e gli acquisti al netto delle rimanenze finali.
- III. Costi per l'acquisto di servizi.
- IV. Costo del lavoro.
- V. Ammortamenti.

Dalla differenza tra ricavi di gestione e costi di gestione si ottiene un primo margine prodotto dalla gestione corrente e noto come *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation* (EBITDA). Tuttavia, tale margine non considera costi legati alla gestio-

¹⁸ Il periodo che passa mediamente dal momento in cui i beni entrano in magazzino a seguito del loro acquisto al momento in cui gli stessi escono per effetto della vendita.

¹⁹ Il ciclo monetario è lo sfasamento temporale tra pagamenti ed incassi e si misura generalmente in giorni.

ne e relativi agli investimenti durevoli. Si sottraggono quindi gli ammortamenti, ottenendo il Margine Operativo Netto (MON).

L'EBIT²⁰ (*Earnings Before Interest and Taxes*) spesso è associato al Margine Operativo Netto pur non coincidendo concettualmente con esso: oltre alle componenti di reddito operative, l'EBIT ricomprende gli oneri e i proventi derivanti da gestioni accessorie (ad es. la gestione di immobili ad uso civile per un'azienda manifatturiera), nonché i proventi finanziari derivanti dalla cosiddetta gestione finanziaria attiva.

In aziende che non abbiano né gestioni accessorie né una gestione finanziaria attiva, l'EBIT coincide con il Margine Operativo Netto.

L'EBIT è utilizzato per la remunerazione dei conferenti di capitale. La sua consistenza deve ottemperare alle attese di remunerazione di soci, banche e altri finanziatori di capitale.

4.4 Le fonti di capitale

Le fonti di capitale di una società si suddividono in due macroaree: il Patrimonio Netto (Capitale di Rischio) e i Debiti Finanziari (Capitale di Credito).

Nel primo caso è la compagine sociale a fornire all'impresa parte dei mezzi finanziari necessari. Nel secondo, il capitale è fornito da economie esterne sotto forma di prestito. In questa categoria si trovano soprattutto prestiti bancari e finanziamenti ottenuti con emissione di obbligazioni.

Nell'area dei finanziamenti di terzi si trovano le fonti di capitale a lenta rotazione e le fonti di capitale a veloce rotazione. Le prime, precipuamente composte da emissioni obbligazionarie e mutui bancari, dovrebbero coprire quella parte di fabbisogno finanziario generato dagli investimenti fissi non coperti dal Patrimonio Netto. I finanziamenti che prevedano un piano di rientro in una o più rate devono essere richiesti solo se l'impresa potrà contare in futuro su flussi monetari positivi generati dalla redditività²¹.

La seconda tipologia è rappresentata dalle fonti a veloce rotazione. Si tratta di poste relative ai debiti finanziari verso banche e altri intermediari a "breve termine", rotativi e adatti a coprire fabbisogni finanziari generati dalla gestione corrente.

²⁰ Il calcolo dell'EBIT può essere sintetizzato nella seguente formula: $EBIT = MON + PGA - OGA + PFIN$ dove: PGA = proventi delle gestioni accessorie OGA = oneri delle gestioni accessorie PFIN = proventi della gestione finanziaria attiva.

²¹ Per chi scrive, è facilmente intuibile come redditività e solvibilità siano strettamente collegate. Questo è uno dei motivi che ha spinto a non fermarsi a una mera analisi di equilibri finanziari e di liquidità, bensì ad approfondire e dare importanza anche ad aspetti economici e reddituali. Partendo dal presupposto "*cash is the king, profit is an opinion*" è bene aggiungere "*if there's no profit, there will be no cash*". Allorché l'utile sia solo una rettifica contabile fino a quando non si manifesti un flusso di cassa positivo equivalente, è necessario che la propria attività sia in grado di generare profitti, altrimenti sarà impossibile ottenere flussi di cassa futuri positivi.

4.4.1 Il costo delle Fonti di Capitale

Il costo delle Fonti di Capitale è determinato dalla situazione in cui l'impresa debba utilizzare delle fonti di capitale a copertura per far fronte ai suoi fabbisogni. Essenzialmente è rappresentato dalle attese di remunerazione dei soggetti conferenti capitali.

Banche e obbligazionisti prestano soldi all'impresa ottenendone in cambio un interesse commisurato al rischio assunto che per l'impresa è un onere finanziario.

Diversamente, gli azionisti (soci) sono coinvolti nell'esito dell'attività aziendale: rischiano mezzi propri nell'attesa di essere remunerati con gli utili (dividendi) che la gestione produce e con l'eventuale aumento di valore dei titoli. La remunerazione attesa sarà tanto più elevata quanto più elevato si mostri il rischio legato all'operatività aziendale.

Si definiscono oneri finanziari quella parte di remunerazione destinata al capitale di credito; si intende utile atteso quella parte destinata al capitale di rischio. La loro somma determina il costo delle fonti di capitale.

Comprendere come le società possano fronteggiare questi costi è indispensabile. Come osservato, una società dovrebbe produrre margine tramite la sua attività caratteristica. Ne è indicatore principale l'EBIT, che comprende anche i proventi derivanti da partite accessorie e gestione finanziaria attiva, destinato alla remunerazione dei costi sui capitali ottenuti. Una parte andrà a remunerare gli interessi sul debito e la rimanente sarà l'utile dell'impresa (dopo aver sottratto le imposte).

Al termine di ogni esercizio commerciale potrebbero delinearsi due scenari: l'EBIT in eccesso che permette di ripagare sia i prestatori di capitale sia i soci azionisti; l'EBIT in deficit insufficiente a ripagare totalmente il costo delle fonti di capitale.

Nell'ultimo caso la società potrebbe riuscire a remunerare i terzi secondo le attese quand'anche i soci ottenessero un utile inferiore rispetto a quello sperato. Nello scenario peggiore né i terzi né tantomeno i soci verrebbero soddisfatti. In questa condizione non solo l'impresa non sarebbe in grado di produrre margini adeguati, ma sarebbe altresì incapace di ripagare i propri debiti finanziari, incorrendo a un rischio di *default* elevato.

4.5 Rating ed equilibri

Dopo aver descritto le variabili rilevanti da considerare in un'analisi fondamentale si dimostra come si utilizzano gli indicatori degli equilibri aziendali. Tutti i parametri di riferimento per la valutazione aziendale, è bene ricordare, derivano da una commistione tra letteratura e *practice* di settore. La valutazione di una società e il suo *rating* dipendono da quattro equilibri principali:

- Equilibrio Patrimoniale;
- Equilibrio Finanziario;
- Equilibrio Economico;
- Equilibrio Monetario.

4.5.1 *Equilibrio Patrimoniale*

Con l'equilibrio patrimoniale si può valutare la capacità di una società di utilizzare correttamente le fonti di finanziamento per la copertura dei propri fabbisogni. Una società si può definire equilibrata sul patrimonio quando utilizzi fonti di capitale a lenta rotazione per la copertura di fabbisogni a lenta rotazione e fonti di finanziamento a veloce rotazione per la copertura di fabbisogni a veloce rotazione.

L'equilibrio patrimoniale è studiato attraverso l'utilizzo di un indicatore chiamato Coefficiente di Copertura delle Immobilizzazioni e calcolato come segue:

$$\text{Coefficiente di copertura immobilizzazioni} = \frac{\text{Patrimonio netto} + \text{Debiti a Lungo Termine}}{\text{Immobilizzazioni}}$$

Si definisce in equilibrio patrimoniale un'impresa che totalizzi questo indice oltre al 100%.

4.5.2 *Equilibrio Finanziario*

Con l'equilibrio finanziario si valuta il grado d'indebitamento. Più alto è il rapporto tra debiti e patrimonio netto e più elevato si mostrerà il rischio aziendale, peggiorando il *rating*. L'equilibrio finanziario si osserva tramite il calcolo del coefficiente di indebitamento:

$$\text{Coefficiente di indebitamento} = \frac{\text{Debiti finanziari totali}}{\text{Patrimonio netto}}$$

Questo indice secondo la consuetudine per le società sviluppate dovrebbe attestarsi a 1. Tuttavia, nella realtà dei mercati emergenti si accetta un valore compreso tra 3 e 5.

4.5.3 *Equilibrio Economico*

Con l'equilibrio economico si osserva la capacità di generare margini adeguati per remunerare il costo delle fonti di capitale, primo fra tutti il costo del debito. In termini percentuali questo equilibrio può essere studiato confrontando la redditività dell'impresa con il costo del debito. La redditività del capitale investito viene definita ROI (*Return On Investment*) mentre il costo del debito viene identificato con il tasso "i".

$$\text{ROI}\% = \frac{\text{Ebit}}{\text{Capitale Investito}} \quad i\% = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Debiti finanziari totali}}$$

In una situazione equilibrata dal punto di vista economico, il ROI deve superare il tasso "i". Ciò significa che la redditività sul capitale investito riesce a ripagare il costo del debito finanziario. Più bassa è la differenza tra ROI e "i" e più elevato si determinerà il rischio aziendale, peggiorando il suo *rating*. Insieme a questi due indici ne può essere utilizzato un altro per osservare la capacità di una società di remunerare i propri debiti.

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Oneri finanziari}}$$

Indica la capacità del risultato della gestione ordinaria di coprire adeguatamente gli esbor- si per oneri finanziari (da quanto appreso in tirocinio per una gestione in equilibrio è ne- cessario che il valore del rapporto superi 2,5-3).

A questi indicatori se ne aggiunge un ultimo, frequentemente utilizzato dagli analisti *cor- porate*. Esso consente di avere un giudizio semi-istantaneo sulle società monitorate.

$$Ebitda\ margin = \frac{Ebitda}{Ricavi\ Totali}$$

Questo indice misura la redditività lorda delle vendite (la percentuale di fatturato che re- sidua dopo che siano stati sottratti costo del lavoro e consumi per materiali e servizi). Si rivela molto utile nelle comparazioni intertemporali idonee per evincere se la gestione sia migliorata o meno.

4.5.4 *Equilibrio Monetario*

Per equilibrio monetario si intende la capacità della società di far fronte a flussi in uscita con flussi in entrata nel breve termine. Si determina come sommatoria di tutti i *cash flow (in/out)* generati dalle attività dell'azienda. Quando la somma di tutti i flussi monetari in ingresso superi la somma di tutti i flussi in uscita la società genererebbe *cash*. Nella situa- zione diametralmente opposta si paleserebbe una situazione di ulteriore fabbisogno a bre- ve termine.

Capitolo 5

Le analisi degli emittenti

5.1 L'applicazione del modello

Il giorno di inizio dell'investimento è il 31 gennaio 2013. In questa data è presa la lista degli emittenti dei titoli russi compresi nell'indice EMHB, sui quali si compie un'analisi fondamentale in grado di poter sintetizzare i numerosi indicatori in un unico giudizio: *buy strong*; *buy*; *buy neutral*; *buy neutral/no buy*; *no buy*.

Non sono stati formulati pareri prospettici di *hold* o *sell* per due motivi:

- ci si pone in ottica di dover investire (e disinvestire) tutto il capitale in due date ben precise, 30 gennaio 2013 e 30 giugno 2014. Questo comporta una situazione iniziale di “portafoglio vuoto”, senza titoli già presenti nello stesso e quindi non tangibili da un giudizio di conservazione;
- a questi fondi non è concessa la linea di apertura di credito (generalmente concessa da grosse banche d'affari e *prime broker*) per poter prendere posizioni corte e quindi vendere allo scoperto bond, questo è soprattutto dovuto alla poca liquidità di molti tra questi titoli *Emerging Markets High Yield* e alla dimensione del fondo che si presume di costituire in questa sede.

Per ogni società emittente è stato scaricato, dal sito internet di ognuna²², il bilancio redatto dalle società di revisione²³ al 31 dicembre 2012 e il report annuale del Consiglio d'Amministrazione. Tutti i dati di bilancio sono poi stati raggruppati in macro-aggregati e riclassificati secondo i principi internazionali di rendiconto finanziario ed economico.

I bilanci sono redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Gli IAS (*International Accounting Standards*), emanati da un gruppo di professionisti contabili sono stati il primo tentativo di standardizzazione mondiale delle regole contabili. Fino al 2001, lo IASC (*International Accounting Standards Committee*) ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili (*International Federation of Accountants*, IFAC) trasformandosi poi in una fondazione privata di diritto statunitense (*IASC Foundation*). All'interno di questa fondazione, l'organo incaricato di emanare i principi contabili è denominato IASB (*International Accounting Standards Board*) e i principi redatti da questo comitato sono denominati IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Poiché tali principi coesistono, almeno per ora, con i precedenti IAS ci si riferisce spesso ai principi internazionali con il termine IAS/IFRS.

L'analisi prende in considerazione gli anni 2012 e 2011, per avere un confronto in un arco temporale circa pari a quello ipotizzato per questo investimento. Inoltre il confronto con i dati dell'anno 2011 permette di avere una migliore conoscenza dell'andamento di alcuni valori, dove una crescita o una decrescita possono assumere importanza maggiore rispetto

²² Vedi sitografia alla fine.

²³ Tutti i bilanci sono redatti da una delle big four: *Pricewaterhouse Cooper*; *KPMG*; *Deloitte&Touche*; *Ernst&Young*.

a un buono o cattivo valore. Vi sono casi, infatti, in cui un buon valore può portare a un errato giudizio se non si prende in considerazione lo stesso indicatore all'anno precedente e questo vede l'attenzione del modello adottato, che destina un punteggio, capace di stravolgere la valutazione globale, proprio alla crescita (positivo) o decrescita (negativo) di alcuni indicatori presentati in dettaglio in seguito.

L'indice EMHB Russia è composto principalmente da società industriali e società bancarie. Su queste ultime non tutti gli indicatori "standard" possono essere considerati validi. Si rende quindi necessario apportare alcune modifiche al modello di valutazione per renderlo più "adattabile" al tipo di analisi richiesta, senza allontanarsi troppo dall'idea di base di crearne uno unico e valido per ogni emittente.

Le prime differenze riscontrate riguardano gli *asset*. Applicando quanto detto finora l'attivo deve essere suddiviso in due: quello a "lenta rotazione", ossia destinato al finanziamento di beni a lungo ciclo di utilizzo e investimenti duraturi nel tempo; quello a "veloce rotazione", ovvero sia quello necessario al normale svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa.

Per gli intermediari finanziari diventa notevolmente meno marcata la linea di separazione tra capitale fisso e capitale circolante. Sarebbe in realtà più giusto suddividere gli *asset* come fruttiferi e non. Tuttavia, per non abbandonare l'idea iniziale di modello trasversale e adatto a ogni tipo di società, gli attivi sono suddivisi con un criterio basato sulle scadenze (per esempio dei crediti verso la clientela o sui prestiti concessi ad altre banche). L'attivo è separato in lungo termine e breve termine²⁴.

Con il medesimo criterio si separa il passivo in passività a breve termine e passività a lungo termine. Anche qui alcune voci potrebbero racchiudere molteplici sfumature comprendendo al loro interno passività sia di breve sia di lungo periodo. Sono comunque state suddivise per scadenza.

Riguardo al conto economico la differenza principale sta nel considerare costi e ricavi. Per un soggetto bancario i ricavi caratteristici e principali sono gli interessi attivi sui prestiti erogati, allo stesso modo i costi sono gli interessi passivi scaturiti dai depositi dei clienti, dai titoli di debito emessi e da qualsiasi altra forma di finanziamento da parte di terzi che la banca riceve. In questo caso si rivela superfluo riclassificare questi costi nella voce "oneri finanziari" poiché già racchiusi in quella più generica dei costi. Questo però genera un piccolo impedimento nel calcolo dello *interest coverage ratio*. Questo indice è stato sostituito dal più consueto margine d'intermediazione, che si ottiene come differenza tra tutti i ricavi di origine finanziaria e i costi di eguale sorgente. Il foglio di calcolo riconosce automaticamente il tipo di società e calcola il primo per quelle "no banking" il secondo per le società bancarie. Per queste ultime alla voce oneri finanziari vi è valore 0, assegnato tutte le volte in cui si deve inserire il valore degli oneri finanziari nella riclassificazione utilizzata per le banche.

²⁴ In seguito definiti capitale fisso e capitale circolante.

Come detto i dati a disposizione sono presenti nel bilancio IAS/IFRS dell'intero anno 2012. Nelle tabelle 5.1.1., 5.1.2, 5.1.3 e 5.1.4-5.1.5, rispettivamente conto economico, stato patrimoniale attivo, stato patrimoniale passivo e cash flow, si riporta a titolo esemplificativo il bilancio consolidato di Sistema Intl FD,.

SISTEMA JSFC AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF OPERATIONS
FOR THE THREE AND THE YEARS ENDED DECEMBER 31, 2012 AND 2011
(Amounts in thousands of U.S. dollars except per share amounts)

	Year ended December 31,		Three months ended December 31,	
	2012	2011	2012	2011
Sales	\$ 33,572,283	\$ 32,411,864	\$ 9,260,915	\$ 8,222,268
Revenue from banking activities	668,384	529,012	189,285	137,916
TOTAL REVENUES	34,240,667	32,940,876	9,450,200	8,360,184
Cost of sales, exclusive of depreciation, depletion and amortization shown separately below	(13,492,237)	(13,007,420)	(4,042,463)	(3,378,378)
Cost related to banking activities, exclusive of depreciation and amortization shown separately below	(372,921)	(310,332)	(96,470)	(52,946)
Selling, general and administrative expenses	(3,855,771)	(3,917,623)	(1,114,190)	(998,370)
Depreciation, depletion and amortization	(3,159,433)	(3,269,374)	(733,360)	(800,383)
Transportation costs	(861,933)	(789,785)	(222,624)	(187,457)
Impairment of goodwill	(108,544)	(348,679)	(22,879)	(348,679)
Impairment of long-lived assets other than goodwill and provisions for other assets	(1,222,402)	(818,550)	(377,200)	(667,910)
Provisions for claims	(496,504)	(11,816)	10,464	(9,936)
Taxes other than income tax	(6,790,244)	(6,257,642)	(1,812,752)	(1,546,577)
Other operating expenses, net	(165,214)	(450,937)	(110,550)	(87,047)
Equity in results of affiliates	(9,138)	120,929	17,620	9,381
Gain on disposal of interests in subsidiaries	12,394	62,514	21,720	7,254
OPERATING INCOME	3,718,720	3,942,161	967,516	299,136
Interest income	274,818	176,584	41,987	46,088
Change in fair value of derivative instruments	(2,144)	(2,268)	(295)	(587)
Interest expense, net of amounts capitalized	(1,351,239)	(1,740,774)	(328,406)	(419,578)
Foreign currency transactions gains/(losses)	93,797	(326,415)	13,848	(98,616)
Income from continuing operations before income tax	2,733,952	2,049,288	694,650	(173,557)
Income tax expense	(1,153,673)	(1,084,384)	(290,445)	(285,160)
Income from continuing operations	1,580,279	964,904	404,205	(458,717)
(Loss)/gain from discontinued operations, net of tax effect	(50,422)	61,206	(104,442)	(12,393)
Gain on disposal of discontinued operations, net of tax effect	131,039	161,817	117,227	12,337
NET INCOME	\$ 1,660,896	\$ 1,187,927	\$ 416,990	\$ (458,773)
Noncontrolling interest	(714,137)	(969,925)	(216,107)	(71,459)
NET INCOME attributable to Sistema JSFC	\$ 946,759	\$ 218,002	\$ 200,883	\$ (530,232)
Income per share, basic and diluted, U.S. cent	10.18	2.35	2.18	(5.72)

Tabella 5.1.1. Conto economico di Sistema Intl FD.

SISTEMA JSFC AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF FINANCIAL POSITION
AS OF DECEMBER 31, 2012 AND 2011
(Amounts in thousands of U.S. dollars, except share amounts)

	December 31, 2012	December 31, 2011
ASSETS		
CURRENT ASSETS:		
Cash and cash equivalents	\$ 1,872,741	\$ 2,919,189
Short-term investments	1,214,869	767,560
Assets from banking activities, current portion (including cash and cash equivalents of \$769,411 and \$1,315,075)	4,342,984	4,204,961
Accounts receivable, net	2,265,127	1,748,028
VAT receivable	611,097	709,099
Inventories and spare parts	1,814,022	1,627,336
Deferred tax assets, current portion	348,773	311,891
Disposal group held for sale	105,327	1,571,996
Other current assets	1,678,992	1,703,361
Total current assets	<u>14,253,932</u>	<u>15,563,421</u>
NON-CURRENT ASSETS:		
Property, plant and equipment, net	21,205,611	18,397,951
Advance payments for non-current assets	239,707	324,709
Goodwill	1,699,881	1,511,178
Other intangible assets, net	2,211,266	2,219,331
Investments in affiliates	1,482,721	1,553,651
Assets from banking activities, net of current portion	2,255,709	2,303,120
Debt issuance costs, net	155,895	171,951
Deferred tax assets, net of current portion	348,558	348,589
Long-term investments	269,180	1,060,912
Other non-current assets	603,827	461,684
Total non-current assets	<u>30,472,355</u>	<u>28,353,076</u>
TOTAL ASSETS	<u>\$ 44,726,287</u>	<u>\$ 43,916,497</u>

Tabella 5.1.2. Stato Patrimoniale Attivo di Sistema Intl FD.

SISTEMA JSFC AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF FINANCIAL POSITION
AS OF DECEMBER 31, 2012 AND 2011 (CONTINUE)
(Amounts in thousands of U.S. dollars, except share amounts)

	December 31, 2012	December 31, 2011
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY		
CURRENT LIABILITIES:		
Accounts payable	\$ 2,508,831	\$ 2,170,725
Liabilities from banking activities, current portion	4,131,390	3,152,989
Taxes payable	764,683	794,117
Deferred tax liabilities, current portion	139,842	168,545
Subscriber prepayments, current portion	615,651	605,545
Accrued expenses and other current liabilities	2,908,468	2,259,508
Short-term loans payable	292,260	278,110
Current portion of long-term debt	2,909,729	4,097,076
Disposal group held for sale	73,132	333,498
	<u>14,343,986</u>	<u>13,860,113</u>
LONG-TERM LIABILITIES:		
Long-term debt, net of current portion	12,462,339	12,006,322
Subscriber prepayments, net of current portion	112,805	106,586
Liabilities from banking activities, net of current portion	1,057,072	1,644,478
Deferred tax liabilities, net of current portion	2,046,603	1,404,846
Asset retirement obligation	228,627	214,121
Postretirement benefits obligation	89,038	77,591
Property, plant and equipment contributions	88,380	86,081
Other long-term liabilities	250,599	86,577
	<u>16,335,463</u>	<u>15,626,602</u>
TOTAL LIABILITIES	<u>30,679,449</u>	<u>29,486,715</u>
Commitments and contingencies	-	-
Redeemable noncontrolling interests	731,661	723,819
SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Share capital (9,650,000,000 shares issued; 9,209,574,962 and 9,267,985,025 shares outstanding with par value of 0.09 Russian Rubles, respectively)	30,057	30,057
Treasury stock (440,425,038 and 382,014,975 shares with par value of 0.09 Russian Rubles, respectively)	(501,109)	(467,198)
Additional paid-in capital	2,882,819	2,575,601
Retained earnings	7,111,088	6,418,649
Accumulated other comprehensive loss	(327,622)	(518,354)
	<u>9,195,233</u>	<u>8,038,755</u>
Total Sistema JSFC shareholders' equity	9,195,233	8,038,755
Non-redeemable noncontrolling interests	4,119,944	5,667,208
TOTAL EQUITY	<u>13,315,177</u>	<u>13,705,963</u>
TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	<u>\$ 44,726,287</u>	<u>\$ 43,916,497</u>

Tabella 5.1.3. *Stato Patrimoniale Passivo di Sistema Intl FD.*

SISTEMA JSFC AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
FOR THE YEARS ENDED DECEMBER 31, 2012 AND 2011
(Amounts in thousands of U.S. dollars)

	<u>2012</u>	<u>2011</u>
CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES:		
Net income	\$ 1,660,896	\$ 1,187,927
Gain on disposal of discontinued operations	(131,039)	(161,817)
Loss/(income) from discontinued operations	<u>50,422</u>	<u>(61,206)</u>
Income from continuing operations	1,580,279	964,904
Adjustments to reconcile net income to net cash provided by operations:		
Depreciation, depletion and amortization	3,159,433	3,269,374
Equity in results of affiliates	9,138	(120,929)
Deferred income tax expense/(benefit)	114,730	(14,934)
Foreign currency transactions (gains)/losses	(93,797)	326,415
Impairment of goodwill	108,544	348,679
Impairment of long-lived assets other than goodwill and provisions for other assets	1,222,402	818,550
Provisions for claims	496,504	11,816
Loss on disposal of property, plant and equipment	12,802	24,160
Dividend income from Russneft	(42,155)	-
Amortization of connection fees	(73,568)	(96,676)
Allowance for loan losses	60,672	10,563
Dividends received from affiliates	92,322	42,328
Non-cash compensation to employees of subsidiaries	24,015	51,037
Gain on disposal of subsidiaries	(12,394)	(62,514)
Other non-cash items	55,212	80,922
Changes in operating assets and liabilities, net of effects from purchase of businesses:		
Trading securities	(30,044)	(121,253)
Accounts receivable	(640,181)	(165,462)
VAT receivable	99,452	(167,818)
Inventories and spare parts	(417,944)	(170,760)
Other current assets	105,855	(129,451)
Accounts payable	323,158	562,841
Subscriber prepayments	61,965	99,340
Taxes payable	(99,951)	97,105
Accrued expenses and other liabilities	<u>(248,770)</u>	<u>(245,596)</u>
Net cash provided by operating activities of continuing operations	5,867,679	5,412,641
Net cash provided by operating activities of discontinued operations	<u>(23,385)</u>	<u>158,717</u>
Net cash provided by operating activities	<u>\$ 5,844,294</u>	<u>\$ 5,571,358</u>

Tabella 5.1.4. *Cash Flow from Operating Activities di Sistema Intl FD.*

SISTEMA JSFC AND SUBSIDIARIES
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
FOR THE YEARS ENDED DECEMBER 31, 2012 AND 2011
(Amounts in thousands of U.S. dollars)

	<u>2012</u>	<u>2011</u>
CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES:		
Payments for purchases of property, plant and equipment	(3,853,968)	(3,680,939)
Payments for purchases of intangible assets	(355,583)	(451,151)
Payments for purchases of businesses, net of cash acquired	(889,373)	(375,245)
Purchase of investments in affiliated companies	(136,073)	-
Payments for purchases of long-term investments	(539,299)	(929,097)
Payments for purchases of short-term investments	(2,899,100)	(893,682)
Payments for purchases of other non-current assets	(11,214)	(173,816)
Decrease/(increase) in restricted cash	70,073	(45,299)
Cash disposed on loss of control less consideration received	(49,238)	-
Proceeds from sale of subsidiaries, net of cash disposed	132,123	184,596
Proceeds from sale of property, plant and equipment	60,941	170,178
Proceeds from sale of long-term investments	934,434	165,629
Proceeds from sale of other non-current assets	92,259	-
Proceeds from sale of short-term investments	3,139,025	1,184,068
Net decrease in loans to customers and banks	(367,321)	(341,126)
	<u> </u>	<u> </u>
Net cash used in investing activities	\$ (4,672,314)	\$ (5,185,884)
CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES:		
Principal payments on short-term borrowings, net	(93,749)	(276,885)
Net increase/(decrease) in deposits from customers of the banking division	77,046	(1,108,968)
Proceeds from sale of treasure stock	73,083	-
Proceeds from long-term borrowings, net of debt issuance costs	3,057,463	6,421,015
Debt issuance costs	(16,056)	(69,860)
Principal payments on long-term borrowings	(4,350,409)	(4,350,610)
Acquisition of non-controlling interests in existing subsidiaries	(1,118,653)	(261,295)
Dividends paid	(658,144)	(960,486)
Proceeds from capital transactions with shares of existing subsidiaries	73,987	153,710
Purchases of treasury shares	(143,201)	(28,559)
	<u> </u>	<u> </u>
Net cash used in financing activities	\$ (3,098,633)	\$ (481,938)
Effect of foreign currency translation on cash and cash equivalents	\$ 247,013	\$ (154,384)
Net decrease in cash and cash equivalents	\$ (1,679,640)	\$ (250,848)
Cash and cash equivalents at the beginning of the period (including cash of discontinued operations)	4,322,708	4,573,556
Cash and cash equivalents at the end of the period (including cash of discontinued operations)	2,643,068	4,322,708
Cash and cash equivalents of discontinued operations at the end of the period	(916)	(88,444)
	<u> </u>	<u> </u>
Cash and cash equivalents of continuing operations at end of the period *	\$ 2,642,152	\$ 4,234,264
CASH PAID DURING THE PERIOD FOR:		
Interest paid, net of amounts capitalized	\$ (1,384,730)	\$ (1,802,826)
Income taxes paid	(1,125,941)	(1,069,790)
* Cash and cash equivalents at the end of the period comprised of the following:		
Non-banking activities	\$ 1,872,741	\$ 2,919,189
Banking activity	769,411	1,315,075
	<u> </u>	<u> </u>
	\$ 2,642,152	\$ 4,234,264

Tabella 5.1.5. *Cash Flow from Investing and Financing Activities di Sistema Intl FD.*
Net increase/decrease in cash and cash equivalents.

Giunti a questo punto i dati presenti nel bilancio devono essere accorpati in macro-aggregati per poter utilizzare il modello come base per il calcolo degli equilibri oggetto di studio.

In precedenza si sono descritte le variabili chiave da utilizzare per le analisi, riassunte in tabella 5.2.1.

5.2 L'analisi. Esempio Sistema INTL FD - Financial Services

Società	SISTEMA INTL FD	
in migliaia di \$ al cambio \$/Rub		
30,4402	2012	2011
capitale fisso	30.472.355,00	28.353.076,00
capitale circolante	14.253.932,00	15.563.421,00
capitale investito operativo	44.726.287,00	43.916.497,00
Capitale Proprio	13.315.177,00	13.705.963,00
Debiti fin m/l	16.335.463,00	15.626.602,00
Debiti fin b/t	15.075.647,00	14.583.932,00
Fonti di capitale	44.726.287,00	43.916.497,00
Ricavi	34.240.667,00	32.940.876,00
Costi	27.362.514,00	25.729.341,00
EBITDA	6.878.153,00	7.211.535,00
Ammortamenti e svalutazioni	3.159.433,00	3.269.374,00
Margine Operativo Netto	3.718.720,00	3.942.161,00
Partite accessorie/straordinarie	447.088,00	70.924,00
EBIT	4.165.808,00	4.013.085,00
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	2.065.376,00	2.710.699,00
Risultato lordo	2.100.432,00	1.302.386,00
Imposte	1.153.673,00	1.084.384,00
Risultato netto	946.759,00	218.002,00
Cash Flow operativo	5.844.294,00	5.571.358,00
Cash Flow da attività di investimento	- 4.672.314,00	- 5.185.884,00
Cash Flow finanziario	- 3.098.633,00	- 481.938,00
Effetto del cambio	247.013,00	154.384,00
Fabbisogno Extra / cash flow generato	- 1.679.640,00	- 250.848,00

Tabella 5.2.1. Riclassificazione del bilancio di Sistema INTL FD.

Dopo aver aggregato i valori di bilancio in variabili rilevanti si procede con la determinazione dell'equilibrio patrimoniale, finanziario, economico e monetario. In tabella 5.3 sono riportati tutti gli equilibri descritti in precedenza e necessari per poter portare a termine lo *screening* di ogni emittente e determinare un giudizio finale.

Equilibrio patrimoniale		
Copertura attivo immobilizzato	97,30%	103,45%
r crescita	-5,95%	
Equilibrio finanziario		
Coefficiente di indebitamento	2,36	2,20
r crescita	7,03%	
Equilibrio economico		
ROI	8,31%	8,98%
Tasso interessi passivi	6,58%	8,97%
Δ	1,74%	0,00%
Interest Coverage Ratio	2,02	1,48
r crescita	36,24%	
Ebitda margin	0,20	0,22
r crescita	-8,24%	
Ebit	4.165.808,00	4.013.085,00
r crescita	3,81%	
Margine di intermediazione (solo banche)	no banking	no banking
r crescita		
Cash Flows	- 1.679.640,00 -	250.848,00
	-569,58%	

Tabella 5.2.2. *Equilibrio patrimoniale, finanziario, economico e monetario. Sistema INTL FD.*

Non soffermandosi su indici già descritti è bene osservare e motivare alcune scelte prese. Una tra queste è la decisione di utilizzare il ROI (*Return On Investment*) come indicatore di redditività anziché il ROE (*Return On Equity*). Il ROE tiene conto esclusivamente del ritorno per gli azionisti; ponendosi in ottica di fondo obbligazionario è più appropriato utilizzare il ROI, che racchiude nel suo valore il ritorno per la totalità dei prestatori di capitale, siano essi terzi o soci.

Oltre all'*Ebitda Margin* è opportuno sottolineare l'importanza dell'*EBIT*, valore in grado di dare una prima corretta percezione delle risorse a disposizione della società per remunerare prestatori di capitale di debito e prestatori di capitale di rischio. Interessante è in particolar modo il confronto con il suo valore all'anno precedente che in ottica di un detentore di obbligazioni deve sempre crescere in parallelo ad un ipotetico aumento degli interessi sul debito. Se così non fosse la società rischierebbe di non essere in grado di generare risorse sufficienti a coprire il costo dei propri debiti, siano esse provenienti da attività caratteristiche, accessorie o straordinarie. Qualora si presenti un valore negativo la situazione diventa pericolosa, spingendo a un'analisi più approfondita e di più esteso arco temporale per poter destinare l'aggettivo di straordinario o di ricorrente a questo fatto. L'importanza dell'*Ebit* è per questo rafforzata dal suo valore all'anno precedente: una crescita o una decrescita ricevono infatti, nella scala di valutazione, punteggi (positivi o negativi) significativi.

Per ogni equilibrio al quale è stato attribuito un punteggio è riportata una tabella esemplificativa, con il dettaglio dei parametri che formano lo *score* finale e la spiegazione dettagliata della scala di punteggi assegnata²⁵.

Giudizio patrimoniale su copertura immobilizzazioni	2012	2011
se > 90% punti 0,5	0,5	
se > 100% punti 2,5		2,5
se > 200% punti 3,5		
se > 300% punti 6,5		
se compreso tra 85% e 90% punti 0		
se < 85% punti -1		
se < 75% punti -2		
se < 65% punti -3		
se < 50% punti -5		
Valore medio		
2,57	⇒ 0,5	↑ 2,5

Tabella 5.2.3. *Score patrimoniale. Sistema INTL FD.*

Tramite l'attribuzione dei punteggi sopra elencati si è potuto creare un modello che riesca a dare un giudizio sintetico sulla posizione patrimoniale di ciascuna società e, rapportandola al valor medio, costruire una scala di valori che consenta di esprimere una *view* buona, neutrale o pessima; rispettivamente indicate dalle frecce verdi, gialle e rosse.

L'indice di copertura delle immobilizzazioni ha un punteggio minimo di -5 e massimo di 6,5. L'attribuzione di questa scala di punteggio con un massimo differente in valore assoluto al minimo è stata volutamente adottata per poter dare maggior punteggio a quelle società "outsider" in senso positivo che assumono valori al di fuori del *range*. In parole più semplici il modello adottato premia quelle società con un indice di molto superiore alla media.

In questo caso *Sistema INTL FD* presenta un valore neutrale all'anno 2012, ma il confronto con un valore migliore all'anno 2011 può far intuire un peggioramento sulle coperture patrimoniali. L'indice è passato infatti da 103,45% a 97,30%, valore di poco inferiore a 100 e quindi considerato accettabile.

²⁵ La scala di punteggi e i valori assegnati non sono riconducibili a studi e letteratura sull'argomento ma sono il risultato di un modello di *scoring* di propria fonte, in linea con le strategie osservate durante l'esperienza di tirocinio.

Giudizio finanziario su rapporto D/E	2012	2011
se > 8 punti -6		
se > 7 punti -4		
se > 6 punti -3		
se > 5,5 punti -2		
se > 4,5 punti -1		
se compreso tra 4,5 e 3,5 punti 0		
se ≤ 3,5 punti 1		
se ≤ 3 punti 2		
se ≤ 2,5 punti 3	3,00	3,00
se ≤ 2 punti 5		
se ≤ 1,5 punti 7		
se ≤ 1 punti 10		
se D/E 2012 < D/E 2011 assegnato 1 punto addizionale		
Valore medio		
1,64	➔ 3,00	➔ 3,00

Tabella 5.2.4. *Score finanziario. Sistema INTL FD.*

In questo caso lo *score* risulta essere penalizzante per valori tra 3,5 e 8, aumentando il valore negativo parallelamente alla gravità della situazione finanziaria della società. Ipotizzando una società fortemente indebitata, fino a 8 volte il proprio capitale, lo *score* sarà pari a -6. Qualora il dato riguardasse una società finanziariamente sana, con valore inferiore a 1²⁶, lo *score* diventa positivo e raggiunge un livello massimo di punti 10. Come risulta facilmente intuibile un valore dell'indice D/E tra 2 e 3,5 è accettato dando un punteggio fino a 3 punti, in coerenza a quanto osservato nella generalità degli emittenti di queste aree emergenti. Questo è dovuto essenzialmente alla prassi, che considera sostenibile un debito superiore di circa 3 volte il capitale. Anche in questo caso, prendendo il valore medio come punto di riferimento, le frecce indicano sinteticamente se la situazione finanziaria della società è buona, neutrale o pessima, a seconda del colore (verde, giallo, rosso).

Un punto addizionale è assegnato qualora l'indice di indebitamento sia diminuito rispetto all'anno precedente poiché interpretabile come segnale di una ipotetica e progressiva riduzione del debito.

La discrepanza tra valore massimo e valore minimo nella scala di valutazione ha la stessa motivazione di quella dell'equilibrio patrimoniale, assegnando un punteggio più alto in termini assoluti a valori particolarmente positivi (minori di 1,5).

Sistema INTL FD ha un coefficiente di indebitamento pari a 2,36 volte il capitale, valore considerato buono essendo in linea con la soglia stabilita per emittenti di aree emergenti (inferiore a 3,5). Questo permette di attribuire un punteggio di tre punti, posizionandola nell'area neutrale.

²⁶ La società ha debiti minori del proprio capitale.

Giudizio economico	2012	2011
ROI vs i		
se < -3% punti -4		
se < -2% punti -3		
se < -1% punti -2		
se < 0 punti -1		
se > 0 punti 1		1,00
se > 1% punti 2	2,00	
se > 2% punti 3		
se > 2,5% punti 4		
se > 3% punti 5		
se > 4% punti 6		
se > 5% punti 7		
	2,00	1,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche		
se > 3 punti 3		
se > 2 punti 2	2,00	
se > 1 punti 1		1,00
se 2012>2011 assegnato 1 punto addizionale	1,00	
	3,00	1,00
Ebitda margin		
se 2012 > 2011 + 2 punti, se 2012 < 2011 -1	-	1,00
se la diminuzione è superiore al 20% - 2 punti		
Ebit 2012 vs Ebit 2011	2,00	
se 2012 > 2011 + 2 punti, se 2012 < 2011 - 2 punti		
	1,00	
Media dei punteggi economici. Score economico finale		
2,04	⇒ 2,00 ⇒	1,00

Tabella 5.2.5. *Score economico. Sistema INTL FD.*

L'analisi dell'equilibrio economico diverge tra società bancarie e società non bancarie. Le prime, per i motivi legati agli interessi passivi esposti in precedenza, non presentano un punteggio legato alla differenza tra ROI e "i" (i=tasso di interesse passivo) ma solo all'andamento e dal valore del ROI stesso. Si accettano comunque i punteggi ottenuti perché sono compensati da quelli riguardanti il margine di intermediazione. Questa tesi è supportata dal fatto che il ROI per i gruppi bancari, calcolato come nel modello utilizzato, è già al netto degli interessi corrisposti agli obbligazionisti, presenti invece nella più generica voce dei costi²⁷.

Se la differenza tra interessi passivi e ROI per le "no banks" e il ROI (al netto di interessi passivi) per "banks" è ≥ 0 il punteggio assegnato è positivo e cresce al crescere del valore. Al contrario se questo valore è ≤ 0 il punteggio assegnato è negativo e diminuisce sempre più parallelamente al valore negativo dell'indice (più è negativo e più basso è il punteggio). Il punteggio massimo qui è 7, il minimo è -4.

²⁷ In questo caso assume le sembianze di *Return on Equity*.

Nell'esempio *Sistema INTL FD* riceve 2 punti perché la differenza tra ROI e "i" è di 1,74%, maggiore di 1.

Per quanto riguarda il punteggio assegnato allo *Interest Coverage Ratio* o Margine di Intermediazione se il soggetto è bancario non sono attribuiti punteggi negativi. Il motivo di questa scelta è che tutti gli emittenti (con una sola eccezione) presentano questo valore positivo ed è per questo che non si sono applicati punteggi negativi, ritenendo, nell'unico caso di valore negativo, sufficientemente penalizzante l'attribuzione di un punteggio pari a 0.

Nell'esempio l'indice è pari a 2,02, il punteggio totale è di 2 punti. A questi 2 punti è stato assegnato un punto opzionale, che viene determinato qualora questo valore sia aumentato dal 2011 al 2012 (segnale senza dubbio positivo). In questo modo *Sistema INTL FD* ottiene un punteggio di 3 punti poiché ha un ICR²⁸ di 2,02 e una crescita dal 2011 al 2012 di questo valore.

Il Margine sull'Ebitda ha invece un sistema di punteggio diverso dai precedenti. Se il margine è aumentato dal 2011 al 2012 vengono assegnati 2 punti, se è diminuito ne viene tolto 1. Inoltre, qualora la diminuzione fosse superiore al 20% rispetto all'anno precedente, verranno decurtati ulteriori 2 punti. È bene ricordare, infatti, che questo indice misura la redditività lorda delle vendite (la percentuale di fatturato che residua dopo che siano stati sottratti costo del lavoro e consumi per materiali e servizi) e si rivela molto utile nelle comparazioni intertemporali idonee per evincere se la gestione sia migliorata o meno. Risulta più rilevante quindi attribuire un punteggio alla crescita o decrescita, penalizzando maggiormente laddove quest'ultima sia marcata.

Per *Sistema INTL FD* l'*Ebitda Margin* è diminuito dell' 8,24%. Questa diminuzione penalizza lo *score* assegnando un punteggio di -1, ma è considerata sostenibile poiché minore del 20%.

Il punteggio attribuito all'Ebit è riferito unicamente alla sua crescita/decrecita poiché nell'anno di riferimento (2012) nessun emittente presenta valori negativi. La sua crescita è un aspetto di assoluta importanza poiché rappresenta un aumento delle risorse a disposizione della società per remunerare i portatori di capitale, sia esso di credito o di rischio. Viceversa, una sua diminuzione è *proxy* di una diminuzione delle risorse atte a questo scopo. Si assegnano perciò 2 punti a un aumento e -2 punti a una diminuzione rispetto al 2011. *Sistema INTL FD* riceve 2 punti per una crescita dell'*EBIT* nella misura del 3,81%.

Per accorpare questi punteggi in un unico giudizio sull'equilibrio economico si è fatta la media dei 3 livelli (ROI vs i; *Interest coverage ratio* o margine di intermediazione; Ebitda ed Ebit) ottenendo il risultato illustrato alla fine della tabella 5.6.

Anche in questo caso le frecce sintetizzano la situazione economica della società e danno un giudizio positivo, neutrale o negativo. Per *Sistema INTL FD* si conferma una posizione neutrale.

²⁸ *Interest Coverage Ratio*.

Per l'equilibrio monetario si considera il fabbisogno/eccesso di denaro, calcolato come sommatoria tra tutti i cash flow. Questo valore è molto importante per vedere se la società ha un surplus o un deficit (che dovrà per forza essere colmato con il debito o ulteriori iniezioni di capitale) di *cash*. I punteggi assegnati vedono il loro focus principale proprio in questo, se l'azienda è in surplus +2 punti, se è in deficit -2. Anche all'ammontare del deficit/surplus è stato attribuito un punteggio, -1 se il deficit supera il miliardo²⁹ di dollari USA e +1 nella situazione contraria.

Equilibrio monetario			
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	-	2,00	- 2,00
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	1,00	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1		-	-
	↓ -	3,00	↓ - 2,00

Tabella 5.2.6. *Score monetario. Sistema INTL FD.*

Con un valore negativo di \$1.926.653.000 *Sistema INTL FD* subisce un decurtamento di 3 punti, segnale di elevato sfasamento tra incassi e pagamenti.

Il risultato finale di queste analisi è aggregato in un unico valore per meglio confrontare le società. Questo è calcolato come media pesata di tutti gli equilibri. I pesi sono attribuiti arbitrariamente secondo una scala di importanza. L'equilibrio finanziario e a seguire quello patrimoniale e quello economico hanno pesi più alti poiché rappresentano, secondo ipotesi di chi scrive, i valori più importanti che un obbligazionista dovrebbe prendere in considerazione. La tabella 5.2.7 è un esempio di *score* finale.

Società	SISTEMA INTL FD	
peso equilibrio patrimoniale		
	25%	
peso equilibrio finanziario		
	35%	
peso equilibrio economico		
	25%	
peso equilibrio monetario		
	15%	
score medio	1,72	⇒ 1,23

Tabella 5.2.7. *Score totale e pesi assegnati. Sistema INTL FD.*

Sistema INTL FD totalizza il punteggio finale di 1,23, di poco sotto alla media (1,72) e quindi riceve una *view buy neutral/no buy*, che suggerisce di acquistarne i titoli con prudenza e basso peso.

²⁹ Ammontare stabilito in base al valor medio di questo indicatore.

Le *view* si suddividono in conformità a intensità del colore e orientamento delle frecce e hanno preciso significato, riportato in tabella 5.2.8.





Giudizio	Valore indicativo	Descrizione
Buy strong	 3,78	posizione lunga sovrappesata <i>bull</i>
Buy	 2,68	consiglia una posizione meno <i>bull</i> rispetto alla precedente
Buy neutral	 1,64	acquisto neutrale
Buy neutral/no buy	 0,96	posizione intermedia tra quella neutrale e quella <i>bear</i>
No buy	 2,22	società in pessime condizioni, posizione <i>bear</i>

Tabella 5.2.8. Descrizione delle *View*.

Nell'appendice A, a fine capitolo, si presentano le analisi in dettaglio di ciascun emittente e se ne motiva il punteggio, riportando i valori di bilancio e ogni indicatore utilizzato. Il lettore troverà prima riportate le tabelle contenenti i dati necessari per effettuare le analisi; a seguire una sintetica analisi delle società³⁰. Non è presente *Sistema INTL FD* poiché già effettuata a titolo esemplificativo.

5.3 La suddivisione degli emittenti e l'assegnazione dei pesi

Dopo aver analizzato tutti gli emittenti presenti al 31 gennaio 2013 all'interno dell'indice EMHB Russia è possibile dividerli come in tabella 5.3.1 in base alla *view* che il modello di analisi fornisce.

Buy strong	Buy	Buy neutral	Buy neutral/no buy	no buy
EUROCHEM	ALROSA	TINKOFF	SISTEMA INTL FD	AK BARS BANK
KAZANORGSINTEZ	SEVERSTAL OAO	HOME CREDIT GROUP	ALFA BANK	NOMOS BANK
OJSC RASPADSKAYA	KOKS OAO	OAO TMK	BANK OF MOSCOW	PROMSVYAZBK
BRUNSWICK RAIL	SCF CAPITAL LTD		EVRAZ GROUP SA	
SIBUR SEC LTD	VIMPELCOM		CEB CAPITAL SA	
			GAZPROMBANK	
			METALLOINVEST	
			MOBTEL	
			RUSSIAN STANDARD BANK	

Tabella 5.3.1. Elenco emittenti divisi per *view*.

Ad ogni *view* del modello corrisponde un peso assegnato all'emittente equamente suddiviso nei titoli emessi dallo stesso (qualora ci siano più titoli). Gli emittenti *buy strong* hanno un peso dell'8% sul totale del portafoglio, quelli *buy* del 6%, *buy neutral* 4%, *buy neutral/no buy* 2% e *no buy* 0.

L'investimento iniziale è previsto per \$100 milioni, valore arbitrario scelto non solo per semplicità di calcolo ma anche per congruenza con le dimensioni dei fondi osservati durante l'esperienza di stage.

³⁰ Si è scelto di non approfondire l'analisi di ogni singolo emittente addentrandosi in dispendiose analisi di settore e macro territoriali, questo perché ci si pone in ottica di dover analizzare rapidamente gli emittenti e compiere con tempistiche adeguate alla frenesia del mercato finanziario le proprie scelte di investimento.

L'elenco dei titoli e i pesi assegnati è riportato in tabella 5.3.2 a pagina seguente. I \$100 milioni sono distribuiti su ogni titolo in base ai pesi assegnati e al prezzo telquel di ciascuno. L'*Accrued Interest* semplifica il calcolo di questo prezzo finale di acquisto poiché è quella parte di interesse maturato ma non ancora corrisposto che spetta al venditore del titolo e che viene quindi sommata al prezzo al corso secco.

A titolo esemplificativo si osserva Vimpelcom, alla quale è stato assegnato un giudizio di *buy* che comporta un peso del 6%. La società ha sei bond presenti nell'indice e quindi il peso dell'investimento in questo emittente è ripartito equamente per ciascun titolo, assegnandogli l'1% delle risorse.

La società ha quindi un peso nominale di 6 milioni di dollari, ripartiti in sei titoli acquistati in quantità pari a 1 milione di dollari ciascuno.

I pesi del portafoglio in realtà cambiano di mese in mese a seguito del *rebalancing* dovuto dal reinvestimento delle cedole.

La tabella 5.3.2 rappresenta la situazione iniziale dell'investimento con l'attribuzione dei pesi su tutti i titoli.

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	
US82977TAA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		109,2	1,428611	110,628611	2,00%		5,061	5,215	410	404
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		106,25	1,750000	108	0,00%		2,437	6,275	590	588
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		104,75	3,971528	108,721528	2,00%		2,189	8,682	835	831
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		107,5	2,138889	109,638889	2,00%		3,696	12,046	1122	1130
XS0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		108,22	2,955556	111,175556	0,50%		1,917	3,936	367	364
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		113,25	2,756250	116,00625	0,50%		3,846	4,67	392	398
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		115,3	2,002083	117,302083	0,50%		6,125	5,421	391	398
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		108,5	2,604167	111,104167	0,50%		5,14	5,933	475	468
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		110,86	1,824306	112,684306	3,00%		1,656	2,635	240	236
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		117,5	1,894444	119,394444	3,00%		5,888	4,998	358	366
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		105,87	2,605167	108,475167	2,00%		1,924	3,777	351	342
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		109,8	1,786667	111,586667	3,00%		4,014	4,383	361	359
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		107	0,086806	107,086806	1,50%		3,132	4,075	357	351
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		102,9	1,704444	104,604444	1,50%		7,244	5,509	369	352
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		102,75	0,697569	103,447569	8,00%		4,251	4,488	368	351
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		110,25	1,856250	112,10625	0,50%		2,457	4,289	392	394
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		115,801	2,559722	118,360722	0,50%		4,109	5,938	508	526
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		104,5	1,762500	106,2625	0,50%		4,321	5,741	486	473
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		107,75	1,993889	109,743889	0,50%		3,571	5,327	467	465
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		102,99	1,794444	104,784444	2,00%		5,033	7,918	672	649
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		108,5	1,772222	110,272222	2,00%		4,97	5,617	452	445
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		107,75	2,526042	110,276042	4,00%		4,045	7,549	647	632
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		95,75	0,818056	96,568056	6,00%		2,883	9,232	876	825
XS0271050501	KAZANORGSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		98,95	3,666667	102,616667	8,00%		1,809	10,549	1032	994
US59125QAA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		105,2	0,180556	105,380556	2,00%		3,093	4,854	436	427
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		126,32	0,934375	127,254375	2,00%		5,671	4,412	308	327
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		105,065	2,430556	107,495556	0,00%		2,355	6,677	632	627
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		106,95	2,638889	109,588889	0,00%		4,535	8,534	748	742
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		112,125	2,266667	114,391667	0,00%		1,989	6,991	671	695
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		109,75	0,718750	110,46875	0,00%		2,838	7,948	748	763
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		106	2,266667	108,266667	0,00%		3,47	6,839	619	615
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		106,5	2,408333	108,908333	0,00%		4,785	8,895	773	764
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		107,025	2,023611	109,048611	8,00%		3,544	5,851	520	517
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		106,875	1,625000	108,5	8,00%		4,027	4,859	408	401
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		107,5	0,513889	108,013889	1,00%		3,624	7,244	661	665
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		107,5	3,314583	110,814583	1,00%		3,862	8,908	808	809
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		104,35	1,403472	105,753472	6,00%		4,114	4,348	357	343
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		99,5	0,010872	99,510872	8,00%		4,495	4,025	317	295
XS0585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		106,385	0,086111	106,471111	4,00%		4,126	6,241	543	535
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		112,775	1,558333	114,333333	1,00%		2,89	4,083	362	367
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		118,75	2,306597	121,056597	1,00%		4,19	5,014	415	433
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		106,85	3,228464	110,078464	1,00%		2,65	4,047	363	357
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		114,5	3,852478	118,352478	1,00%		5,887	5,485	402	407
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		107,025	2,606083	109,631083	1,00%		3,52	4,357	373	366
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		114	3,126792	117,126792	1,00%		6,55	5,522	385	390

Tabella 5.3.2. La selection iniziale.

5.4. Duration, Coupon e Valore Corrente

Le strategie osservate durante l'esperienza di tirocinio presso Swan Asset Management SA hanno portato ad elaborarne una in parte simile, che prevede un controllo sulla *Duration* di portafoglio affinché sia sempre in linea con un valore arbitrario assegnato. Essa, infatti, si prevede che non superi mai il valore di 4 anni. Questa misura fornisce un'importante indicazione temporale misurando per quanto si è esposti al rischio di tasso. Il portafoglio costruito mediante la strategia elaborata accorcia la durata media finanziaria di mese in mese non solo in misura della pari riduzione della durata dei titoli ma anche grazie ad un miglioramento degli altri fattori che ne influenzano il calcolo precedentemente esposti. Alla fine dell'investimento la *Duration* è 2,70, valore in linea con le aspettative.

Il controllo è effettuato ogni mese calcolando la media ponderata delle *Duration* ottenuta come sommatoria dei prodotti tra peso del titolo e duration del titolo. In tutti i 18 mesi il valore rispetta il limite massimo assegnato. La tabella 5.4.1 riporta la situazione al 31 gennaio 2013: con una *Duration* media di 3,82 il portafoglio è in linea con il vincolo.

Il tasso cedolare è annuo e lo si trasforma in semestrale mediante l'utilizzo della convenzione BEY³¹ che prevede di dividerlo semplicemente per 2. Le cedole riscalte sono dunque calcolate considerando la metà del tasso cedolare indicato per ogni titolo.

La strategia in questa sede elaborata prevede il re-investimento istantaneo delle cedole riscosse nel titolo che le ha "staccate". La disponibilità di dati mensili comporta un non sempre perfetto *matching* con le scadenze³². Si procede quindi ad un "riscatto anticipato virtuale" che prevede di ricevere la cedola che sarà staccata nel mese successivo il mese prima. Un esempio sarà di più facile comprensione.

Se si osservano in tabella 5.3.2 i titoli «US918242AC23» e «US918242AD06» si può notare come sia previsto un pagamento cedolare il 2 di febbraio 2013 per entrambi e l'*Accrued Interest* sia prossimo al tasso semestrale offerto. Anticipando il pagamento, utilizzando questo tasso e non quello cedolare, la relazione prezzo-rendimento resta invariata e consente quindi di riscuotere prima la cedola. Sapendo che ogni titolo per convenzione ha un *par value* di 100 risulta semplice il calcolo dell'importo totale che si riceve per ogni cedola, basterà fare il prodotto tra il numero di titoli posseduti e l'*Accrued Interest* di ognuno. Per i titoli dell'esempio:

$$\text{Cedole US918242AC23} = n. \text{ titoli} * \text{Accrued Interest} = 9084 * 3,228464 = 29.328,75 \$$$

$$\text{Cedole US918242AD06} = n. \text{ titoli} * \text{Accrued Interest} = 8449 * 3,852478 = 32.550,89 \$$$

A questo punto, riscosse anticipatamente le cedole, è necessario reinvestire il ricavato nei medesimi titoli. Ciò è fatto acquistando titoli al corso secco del giorno in cui si anticipa le cedole:

$$\frac{29.328,75}{106,85} = 274 \text{ US918242AC23}$$

$$\frac{32.550,89}{114,5} = 284 \text{ US918242AD06}$$

³¹ Bond Equivalent Yield.

³² Quasi nessuno dei titoli utilizzati stacca la cedola alla fine del mese.

Il portafoglio titoli è dunque di mese in mese più numeroso grazie al reinvestimento programmato delle cedole. In tabella 5.4.1 si riporta il report dell'investimento al 31 gennaio 2013.

ISIN	numero titoli iniziale	Valore iniziale	Duration*weight	cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US82977TAA16	18.079	2.000.000,00	0,10122		18.079	2.000.000,00
XS0855334289	-	-	0		-	-
XS0830191234	18.396	2.000.000,00	0,04378		18.396	2.000.000,00
XS0808636913	18.242	2.000.000,00	0,07392		18.242	2.000.000,00
XS0494933806	4.497	500.000,00	0,009585		4.497	500.000,00
US01538RAA77	4.310	500.000,00	0,01923		4.310	500.000,00
US01538RAB50	4.262	500.000,00	0,030625		4.262	500.000,00
US01538RAC34	4.500	500.000,00	0,0257		4.500	500.000,00
US02109TAA07	26.623	3.000.000,00	0,04968		26.623	3.000.000,00
US02109TAC62	25.127	3.000.000,00	0,17664		25.127	3.000.000,00
US09775AAA97	18.437	2.000.000,00	0,03848		18.437	2.000.000,00
US858057AC66	26.885	3.000.000,00	0,12042		26.885	3.000.000,00
US85805RAA68	14.007	1.500.000,00	0,04698		14.007	1.500.000,00
US85805RAB42	14.340	1.500.000,00	0,10866		14.340	1.500.000,00
US29872PAA66	77.334	8.000.000,00	0,34008		77.334	8.000.000,00
US30050AAA16	4.460	500.000,00	0,012285		4.460	500.000,00
US30050AAB98	4.224	500.000,00	0,020545		4.224	500.000,00
US30050AAD54	4.705	500.000,00	0,021605		4.705	500.000,00
US30050AAE38	4.556	500.000,00	0,017855		4.556	500.000,00
XS0854763355	19.087	2.000.000,00	0,10066		19.087	2.000.000,00
XS0779213460	18.137	2.000.000,00	0,0994		18.137	2.000.000,00
US29843LAB99	36.273	4.000.000,00	0,1618		36.273	4.000.000,00
US482637AA33	62.132	6.000.000,00	0,17298		62.132	6.000.000,00
XS0271050501	77.960	8.000.000,00	0,14472		77.960	8.000.000,00
US59125QAA67	18.979	2.000.000,00	0,06186		18.979	2.000.000,00
US55377WAA62	15.717	2.000.000,00	0,11342		15.717	2.000.000,00
XS0503839622	-	-	0		-	-
US65537XAA00	-	-	0		-	-
XS0469856057	-	-	0		-	-
XS0524658852	-	-	0		-	-
US69360UAB89	-	-	0		-	-
US69360UAC62	-	-	0		-	-
US75406KAA51	73.362	8.000.000,00	0,28352		73.362	8.000.000,00
US117381AA17	73.733	8.000.000,00	0,32216		73.733	8.000.000,00
XS0802648955	9.258	1.000.000,00	0,03624		9.258	1.000.000,00
US78307EAL92	9.024	1.000.000,00	0,03862		9.024	1.000.000,00
US78403LAA08	56.736	6.000.000,00	0,24684		56.736	6.000.000,00
US825798AA95	80.393	8.000.000,00	0,3596		80.393	8.000.000,00
XS0585211591	37.569	4.000.000,00	0,16504		37.569	4.000.000,00
US90263MAE49	8.746	1.000.000,00	0,0289		8.746	1.000.000,00
US918242AB40	8.261	1.000.000,00	0,0419		8.261	1.000.000,00
US918242AC23	9.084	1.000.000,00	0,0265	29.328,75	9.359	1.030.214,92
US918242AD06	8.449	1.000.000,00	0,05887	32.550,89	8.734	1.033.646,10
US92718WAA71	9.122	1.000.000,00	0,0352		9.122	1.000.000,00
US92718WAB54	8.538	1.000.000,00	0,0655		8.538	1.000.000,00
	Titoli iniziali	Valore portafoglio	Duration media	cedole riscosse	Totale titoli	Totale valore corrente
	933.544	100.000.000,00	3,82102	61.879,64	934.102	100.063.861,01

Tabella 5.4.1. Report 31 gennaio 2013.

Risulta facile calcolare il Valore Corrente del fondo, ottenuto come sommatoria dei prodotti tra quantità detenuta e prezzo di ogni titolo. Questo valore sarà poi utilizzato per l'analisi della performance ex-post.

In appendice B, alla fine dell'elaborato, sono riportati i report di ogni mese così da poter osservare il comportamento del portafoglio e il suo valore corrente nel tempo.

5.5 APPENDICE A

5.5.1. Ak Bars Bank, Tinkoff Credit System, Alfa Bank

Società	AK BARS BANK		TINKOFF		ALFA BANK	
in migliaia di \$ al cambio \$/Rub						
30,4402	2012	2011	2012	2011	2012	2011
capitale fisso	7.813.840,32	6.831.409,91	119.437,00	62.681,00	6.738.000,00	4.764.000,00
capitale circolante	2.614.414,56	2.595.119,74	2.054.034,00	852.442,00	39.193.000,00	26.601.000,00
capitale investito operativo	10.428.254,87	9.426.529,65	2.173.471,00	915.123,00	45.931.000,00	31.365.000,00
	317.438.164,00	286.945.448,00				
Capitale Proprio	933.722,91	880.680,42	298.267,00	117.090,00	4.152.000,00	3.435.000,00
Debiti fin m/l	3.732.810,99	5.372.589,80	982.352,00	431.419,00	9.436.000,00	7.292.000,00
Debiti fin b/t	5.761.720,98	3.173.259,44	892.852,00	366.614,00	32.344.000,00	20.638.000,00
Fonti di capitale	10.428.254,87	9.426.529,65	2.173.471,00	915.123,00	45.932.000,00	31.365.000,00
	317.438.164,00	286.945.448,00				
Ricavi	802.811,05	683.896,33	657.836,00	331.935,00	3.110.000,00	2.625.000,00
Costi	591.248,81	555.690,27	157.601,00	78.246,00	1.432.000,00	1.211.000,00
EBITDA	211.562,24	128.206,06	500.235,00	253.689,00	1.678.000,00	1.414.000,00
Ammortamenti e svalutazioni	335.118,36	187.358,10	266.802,00	122.124,00	1.134.000,00	1.125.000,00
Margine Operativo Netto	- 123.556,12	- 59.152,04	233.433,00	131.565,00	544.000,00	289.000,00
Partite accessorie/straordinarie	201.372,72	77.941,41	64.582,00	53.018,00	621.000,00	318.000,00
EBIT	77.816,60	- 137.093,45	168.851,00	78.547,00	1.165.000,00	607.000,00
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	-	-	-	-	-	-
Risultato lordo	77.816,60	- 137.093,45	168.851,00	78.547,00	1.165.000,00	607.000,00
Imposte	12.069,99	23.679,41	36.164,00	20.322,00	240.000,00	121.000,00
Risultato netto	65.746,61	- 113.414,04	132.687,00	58.225,00	925.000,00	486.000,00
Cash Flow operativo	- 155.807,94	323.196,33	- 146.537,00	- 133.910,00	1.863.000,00	- 1.268.000,00
Cash Flow da attività di investimento	- 9.594,65	36.200,65	- 26.478,00	- 8.602,00	- 740.000,00	542.000,00
Cash Flow finanziario	725.721,74	213.785,49	467.206,00	254.811,00	1.196.000,00	324.000,00
Fabbisogno Extra / cash flow generato	560.319,15	73.210,20	294.191,00	112.299,00	2.319.000,00	- 402.000,00

Tabella 5.5.1. I valori di bilancio di Ak Bars Bank, Tinkoff e Alfa Bank.

	AK BARS BANK		TINKOFF		ALFA BANK	
Equilibrio patrimoniale						
Copertura attivo immobilizzato	59,72%	91,54%	1072,21%	875,08%	201,66%	225,17%
r crescita	-34,76%		22,53%		-10,44%	
Equilibrio finanziario						
Coefficiente di indebitamento	10,17	9,70	6,29	6,82	10,06	8,13
r crescita	4,79%		-7,76%		23,76%	
Equilibrio economico						
ROI	-1,18%	-0,63%	10,74%	14,38%	1,18%	0,92%
Tasso interessi passivi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Δ	-1,18%	-0,63%	10,74%	14,38%	1,18%	0,92%
Interest Coverage Ratio	-	-	-	-	-	-
r crescita						
Ebitda margin	0,26	0,19	0,76	0,76	0,54	0,54
r crescita	40,57%		-0,50%		0,16%	
Ebit	77.816,60	137.093,45	168.851,00	78.547,00	1.165.000,00	607.000,00
r crescita	-156,76%		114,97%		91,93%	
Margine di intermediazione (solo banche)	1,36	1,23	4,17	4,24	2,17	2,17
r crescita	10,33%		-1,61%		0,19%	
Cash Flows						
	560.319,15	73.210,20	294.191,00	112.299,00	2.319.000,00	402.000,00
	665,36%		161,97%		676,87%	

Tabella 5.5.2. *Gli equilibri di Ak Bars Bank, Tinkoff e Alfa Bank.*

	AK BARS BANK		TINKOFF		ALFA BANK			
Giudizio patrimoniale su copertura immobilizzazioni								
se > 90% punti 0,5	-	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
se > 100% punti 2	-	-	2,0	2,0	2,0	2,0		
se > 200% punti 1	-	-	1,0	1,0	1,0	1,0		
se > 300% punti 3	-	-	1,0	1,0	-	-		
se < 85% punti -1	-	1,0	-	-	-	-		
se < 75% punti -1	-	1,0	-	-	-	-		
se < 65% punti -1	-	1,0	-	-	-	-		
se < 50% punti -2	-	-	-	-	-	-		
Valore medio								
2,57	↓ -	3,0 →	0,5 ↑	4,5 ↑	4,5 ↑	3,5 ↑	3,5	
Giudizio finanziario su rapporto D/E								
se > 8 punti -2	-	2,00	-	-	-	2,00	-	2,00
se > 7 punti -1	-	1,00	-	-	-	1,00	-	1,00
se > 6 punti -1	-	1,00	-	1,00	-	1,00	-	1,00
se > 5,5 punti -1	-	1,00	-	1,00	-	1,00	-	1,00
se > 4,5 punti -1	-	1,00	-	1,00	-	1,00	-	1,00
se ≤ 3,5 punti 1	-	-	-	-	-	-	-	-
se ≤ 3 punti 1	-	-	-	-	-	-	-	-
se ≤ 2,5 punti 1	-	-	-	-	-	-	-	-
se ≤ 2 punti 2	-	-	-	-	-	-	-	-
se ≤ 1,5 punti 2	-	-	-	-	-	-	-	-
se ≤ 1 punti 3	-	-	-	-	-	-	-	-
se D/E 2012 < D/E 2011 punti 1	-	-	-	1,00	-	-	-	-
1,64	↓ -	6,00 ↓ -	6,00 ↓ -	2,00 ↓ -	3,00 ↓ -	6,00 ↓ -	6,00 ↓ -	6,00

Tabella 5.5.3. Score patrimoniale e finanziario di Ak Bars Bank, Tinkoff e Alfa Bank.

	AK BARS BANK		TINKOFF		ALFA BANK	
Giudizio economico						
ROI vs i						
se < -3% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < -2% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < -1% punti -1	1,00	-	-	-	-	-
se < 0 punti -1	1,00	1,00	-	-	-	-
se > 0 punti 1	-	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 1% punti 1	-	-	1,00	1,00	1,00	-
se > 2% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
se > 2,5% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
se > 3% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
se > 4% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
se > 5% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
	2,00	1,00	7,00	7,00	2,00	1,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche						
se > 3 punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
se > 2 punti 1	-	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 1 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se 2012>2011 punti 1	1,00	-	-	-	1,00	-
	2,00	1,00	3,00	3,00	3,00	2,00
Ebitda margin						
	2,00	-	1,00	-	2,00	-
	-	-	-	-	-	-
Ebit 2012 vs Ebit 2011						
	2,00	-	2,00	-	2,00	-
	4,00	-	1,00	-	4,00	-
Media dei punteggi economici. Score economico finale						
2,03	⇒ 1,33 ⇒	-	↑ 3,67 ↑	3,33 ↑	3,00 ⇒	1,00
Equilibrio monetario						
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1	-	-	-	-	1,00	-
	↑ 2,00 ↑	↑ 2,00 ↑	↑ 2,00 ↑	↑ 2,00 ↑	3,00 ↓	2,00

Tabella 5.5.4. Score economico e monetario di Ak Bars Bank, Tinkoff e Alfa Bank.

AK BARS BANK		TINKOFF		ALFA BANK	
↓	2,22	→	1,64	↓	0,02

Tabella 5.5.5. *Score finale di Ak Bars Bank, Tinkoff e Alfa Bank.*

Ak Bars Bank - Banking

La società presenta una scarsa copertura delle immobilizzazioni con un valore prossimo al 60% e in netto calo rispetto all'anno precedente dove era superiore al 90%. Il rapporto D/E conferma il trend anche sotto il profilo di equilibrio finanziario presentando debiti pari a più di 10 volte il capitale e in aumento rispetto all'anno precedente.

La crescita generale dei ricavi, un margine d'intermediazione positivo e in crescita e l'aumento di *Ebitda Margin* e *Ebit* rendono meno gravosa questa situazione con un punteggio di equilibrio economico nella norma. Anche l'analisi dei *cash flow* mostra una buona gestione dei flussi in entrata e in uscita.

Tuttavia, un buon equilibrio economico e monetario non è sufficiente a compensare la pessima situazione patrimoniale e finanziaria in cui versa la società. Si riscontrano un elevato livello di indebitamento e un preoccupante *mismatching* tra attivo e passivo, ambedue campanelli d'allarme che rivelano un elevato rischio di default o, quanto meno, una elevata criticità dal punto di vista della solvibilità.

Il giudizio finale su *Ak Bars Bank* è pertanto *no buy*.

Tinkoff Credit System - Banking

Tinkoff si presenta con il massimo punteggio di copertura delle immobilizzazioni, non solo in palese sovra-copertura ma addirittura in aumento rispetto all'anno precedente. Questo è probabilmente dovuto alla bassa necessità di investimenti durevoli, essendo improntata come una banca prettamente online con principale business le carte di credito.³³

Presenta nonostante ciò un coefficiente di indebitamento particolarmente elevato (più di 6 volte il capitale). Soggettivamente si potrebbe accettare essendo una società giovane che opera in un mercato da enormi potenzialità ed in piena espansione. Tuttavia, il modello di analisi è fondato su valori numerici ed è per questo che penalizza TCS³⁴ decurtando 3 punti. La nota positiva è che il livello di indebitamento è diminuito rispetto al 2011 e questo può essere presagio di una progressiva riduzione. Ciò restituisce 1 punto e quindi si attribuisce il punteggio finanziario totale di -2.

L'analisi economica documenta un'elevata redditività con un discreto ROI e un buon margine d'intermediazione. L'*Ebitda Margin* è in lieve calo ma non così evidente da trascinare l'effetto all'*Ebit*, che si dimostra in aumento rispetto all'anno precedente. Dal punto

³³ Tinkoff Credit System è la prima banca Russa ad occuparsi di *online-banking* e carte di credito. In data odierna è leader di mercato.

³⁴ Tinkoff Credit System TCS.

di vista monetario i *cash flow* dimostrano un buon equilibrio, rafforzato da un aumento negli anni.

Il modello suggerisce una posizione neutrale sui titoli emessi da questa banca. *Buy neutral*.

Alfa Bank - Banking

La banca si dimostra ben equilibrata sotto il profilo patrimoniale con una copertura dell'attivo immobilizzato circa due volte superiore al necessario. Il buon punteggio è però condizionato da un'avversa situazione finanziaria che attesta un elevato rapporto dei debiti sul capitale proprio, dieci volte superiori a quest'ultimo. Questo valore, da considerare estremamente negativo, vanifica una positiva allocazione delle risorse dal punto di vista patrimoniale.

La situazione economica e monetaria è nel complesso buona ma, ricordando che si è fatto uso di pesi maggiori sulla situazione finanziaria, non è sufficiente ad attribuire un punteggio positivo alla società, che si posiziona nelle *view* di *buy neutral/no buy*.

5.5.2 Alrosa, Bank of Moscow, Severstal OAO

Società	ALROSA		BANK OF MOSCOW		SEVERSTAL OAO	
in migliaia di \$ al cambio \$/Rub 30,4402	2012	2011	2012	2011	2012	2011
capitale fisso	7.589.240,54	5.767.044,89	8.139.305,92	7.256.187,54	10.010.521,00	8.980.015,00
capitale circolante	2.420.844,80	2.148.934,63	34.395.963,23	27.566.491,02	5.696.694,00	8.929.776,00
capitale investito operativo	10.010.085,35	7.915.979,53	42.535.269,15	34.822.678,56	15.707.215,00	17.909.791,00
	304.709.000,00	240.964.000,00	1294.782.100,00	1060.009.300,00		
Capitale Proprio	4.528.518,21	3.715.382,95	6.266.079,07	5.350.671,15	7.215.243,00	7.067.323,00
Debiti fin m/l	3.601.487,51	2.777.806,98	17.105.413,24	13.606.464,48	5.122.310,00	5.472.670,00
Debiti fin b/t	1.880.079,63	1.422.789,60	19.163.776,85	15.865.542,93	3.369.662,00	5.369.798,00
Fonti di capitale	10.010.085,35	7.915.979,53	42.535.269,15	34.822.678,56	15.707.215,00	17.909.791,00
	304.709.000,00	240.964.000,00	1294.782.100,00	1060.009.300,00		
Ricavi	4.956.603,44	4.524.674,61	2.961.485,14	1.935.388,07	14.103.706,00	15.812.400,00
Costi	2.999.783,18	2.554.418,17	2.448.426,75	1.777.485,04	12.702.323,00	12.876.771,00
EBITDA	1.956.820,26	1.970.256,44	513.058,39	157.903,04	1.401.383,00	2.935.629,00
Ammortamenti e svalutazioni	279.531,67	417.835,63	71.188,76	4.350.073,26	32.543,00	25.591,00
Margine Operativo Netto	1.677.288,59	1.552.420,81	441.869,63	4.192.170,22	1.368.840,00	2.910.038,00
Partite accessorie/straordinarie	44.842,02	75.065,21	890.739,88	5.207.814,01	261.053,00	314.279,00
EBIT	1.722.130,60	1.627.486,02	1.332.609,51	1.015.643,79	1.629.893,00	2.595.759,00
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	297435,6279	383768,832	-	-	372.769,00	386.460,00
Risultato lordo	1.424.694,98	1.243.717,19	1.332.609,51	1.015.643,79	1.257.124,00	2.209.299,00
Imposte	345.497,07	382.881,85	249.699,41	223.852,01	263.485,00	466.012,00
Risultato netto	1.079.197,90	860.835,34	1.082.910,10	791.791,78	993.639,00	1.743.287,00
	32.851000,00	26.204.000,00	32.964.000,00	24.102.300,00		
Cash Flow operativo	1.379.984,36	1.615.692,41	2.344.757,92	7.615.452,59	1.750.359,00	2.579.435,00
Cash Flow da attività di investimento	- 2.007.936,87	- 587.841,08	- 428.035,95	- 9.963.689,46	- 1.102.026,00	- 1.901.520,00
Cash Flow finanziario	445.594,97	755.645,50	3.014.891,49	17.294.012,52	835.103,00	539.054,00
Fabbisogno Extra / cash flow generato	- 182.357,54	272.205,83	242.097,62	- 285.129,53	- 186.770,00	138.861,00

Tabella 5.5.6. I valori di bilancio di Alrosa, Bank of Moscow e Severstal OAO.

	ALROSA		BANK OF MOSCOW		SEVERSTAL OAO	
Equilibrio patrimoniale						
Copertura attivo immobilizzato r crescita	107,13% -4,85%	112,59%	287,14% 9,91%	261,25%	123,25% -11,74%	139,64%
Equilibrio finanziario						
Coefficiente di indebitamento r crescita	1,21 7,06%	1,13	5,79 5,08%	5,51	1,18 -23,28%	1,53
Equilibrio economico						
ROI	16,76%	19,61%	1,04%	-12,04%	8,71%	16,25%
Tasso interessi passivi	5,43%	9,14%	0,00%	0,00%	4,39%	3,56%
Δ	11,33%	10,48%	1,04%	-12,04%	4,33%	12,68%
Interest Coverage Ratio r crescita	5,79 36,53%	4,24	-	-	4,37 -34,90%	6,72
Ebitda margin r crescita	0,39	0,44	0,17 112,34%	0,08	0,10 -46,48%	0,19
Ebit r crescita	1.722.130,60 5,82%	1.627.486,02	1.332.609,51 31,21%	1.015.643,79	1.629.893,00 -37,21%	2.595.759,00
Margine di intermediazione (solo banche) r crescita	no banking	no banking	1,21 11,09%	1,09	no banking	no banking
Cash Flows	- 182.357,54 -166,99%	272.205,83	242.097,62 184,91%	- 285.129,53	- 186.770,00 -234,50%	138.861,00

Tabella 5.5.7. Gli equilibri di Alrosa, Bank of Moscow e Severstal OAO.

	ALROSA		BANK OF MOSCOW		SEVERSTAL OAO	
Giudizio patrimoniale su copertura immobilizzazioni						
se > 90% punti 0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
se > 100% punti 2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
se > 200% punti 1	-	-	1,0	1,0	-	-
se > 300% punti 3	-	-	-	-	-	-
se < 85% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 75% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 65% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 50% punti -2	-	-	-	-	-	-
Valore medio						
2,57	↑ 2,5	↑ 2,5	↑ 3,5	↑ 3,5	↑ 2,5	↑ 2,5
Giudizio finanziario su rapporto D/E						
se > 8 punti -2	-	-	-	-	-	-
se > 7 punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 6 punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 5,5 punti -1	-	-	1,00	1,00	-	-
se > 4,5 punti -1	-	-	1,00	1,00	-	-
se ≤ 3,5 punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se ≤ 3 punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se ≤ 2,5 punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se ≤ 2 punti 2	2,00	2,00	-	-	2,00	2,00
se ≤ 1,5 punti 2	2,00	2,00	-	-	2,00	-
se ≤ 1 punti 3	-	-	-	-	-	-
se D/E 2012 < D/E 2011 punti 1	-	-	-	-	1,00	-
1,64	↑ 7,00	↑ 7,00	↓ 2,00	↓ 2,00	↑ 8,00	→ 5,00

Tabella 5.5.8. Score patrimoniale e finanziario di Alrosa, Bank of Moscow e Severstal OAO.

	ALROSA		BANK OF MOSCOW		SEVERSTAL OAO	
Giudizio economico						
ROI vs i						
se < -3% punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se < -2% punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se < -1% punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se < 0 punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se > 0 punti 1	1,00	1,00	1,00	-	1,00	1,00
se > 1% punti 1	1,00	1,00	1,00	-	1,00	1,00
se > 2% punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se > 2,5% punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se > 3% punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se > 4% punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se > 5% punti 1	1,00	1,00	-	-	-	1,00
	7,00	7,00	2,00	4,00	6,00	7,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche						
se > 3 punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se > 2 punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se > 1 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se 2012>2011 punti 1	1,00		1,00		-	
	4,00	3,00	2,00	1,00	3,00	3,00
Ebitda margin						
-	1,00		2,00	-	1,00	
	-	-	-	-	2,00	-
Ebit 2012 vs Ebit 2011						
	2,00		2,00	-	2,00	
	1,00	-	4,00	-	5,00	-
Media dei punteggi economici. Score economico finale						
2,03	4,00	3,33	2,67	1,00	1,33	3,33
Equilibrio monetario						
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	-	2,00	2,00	2,00	-	2,00
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1	-	-	-	-	-	-
	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

Tabella 5.5.9. Score economico e monetario di Alrosa, Bank of Moscow e Severstal OAO.

ALROSA	BANK OF MOSCOW	SEVERSTAL OAO
↑ 3,78	→ 1,14	↑ 3,46

Tabella 5.5.10. *Score finale di Alrosa, Bank of Moscow e Severstal OAO.*

Alrosa - Basic Industry - Metals/Mining Excluding Steel

Con un indice di copertura delle immobilizzazioni superiore al 100% lo *score patrimoniale* di *Alrosa* si attesta ad un buon livello. La società copre il proprio capitale fisso con capitale proprio e passività a lungo termine.

Nonostante un leggero aumento del rapporto D/E rispetto al 2011 il livello di indebitamento è contenuto, con un valore di poco superiore a 1. Ciò significa che *Alrosa* ha pochi debiti rispetto al capitale e questo lascia intuire una stabilità a lungo termine e una buona solvibilità.

La buona situazione generale è comprovata dall'ottimo ROI ottenuto, superiore di quasi dieci punti percentuali al costo del debito *i*, e ancora, dall'ottimale ICR che dimostra come la società sia in grado di sostenere il costo del debito tramite la propria attività caratteristica.

Dinnanzi ad una situazione economico-patrimoniale e finanziaria così rosea, passa leggermente inosservata la diminuzione dell'*Ebitda Margin* e l'equilibrio monetario negativo, facilitando l'ipotesi di temporaneità di questi effetti.

Alrosa è pertanto una società sana, equilibrata e con buone prospettive di crescita economica. Il modello di valutazione ne consiglia un acquisto, *buy*.

Bank of Moscow - Banking

La banca sembra apparentemente in equilibrio patrimoniale avendo un coefficiente superiore al 200%. Purtroppo un successivo sguardo all'analisi finanziaria porta ad intuire come la stabilità patrimoniale sia raggiunta attraverso ampio ricorso al debito. Ne è fatta prova dall'indice di indebitamento superiore a 6 volte il capitale che assegna alla società un punteggio negativo tale da vanificare il punteggio positivo sull'equilibrio patrimoniale.

Segnali incoraggianti possono però essere recepiti dalla situazione economica. Tutti i valori rispetto al 2011 sono aumentati, basti vedere il ROI che è passato da un valore negativo ad uno positivo. L'aumento di *Ebitda* e *Ebit* non può che esser tradotto in un segnale concreto di buone prospettive economiche. I flussi monetari comprovano quanto affermato, sigillando il giudizio economico in un esito positivo.

Nonostante ciò prevale la considerazione del rapporto di indebitamento molto elevato che quindi mitiga euforiche spinte rialziste bilanciando la *view* in un acquisto neutrale sottopesato, *buy neutral/no buy*.

Severstal OAO - Basic Industry - Steel Producers

Con una copertura del capitale fisso del 123% *Severstal OAO* consolida quanto visto anche all'anno precedente, ovvero una posizione di ottimo equilibrio patrimoniale.

Con debiti di poco superiori al capitale proprio e in netta riduzione rispetto al 2011 la situazione finanziaria di questa società si profila come una delle migliori analizzate in questo modello. L'equilibrio finanziario semi-perfetto determina l'alto punteggio assegnato.

Nonostante un notevole calo di *Ebitda Margin* e *Ebit* e un flusso di cassa totale negativo i valori economici non si attestano su livelli considerevolmente bassi. Tuttavia questa situazione suggerisce un po' di cautela e frequenti aggiornamenti sulla società per poter dare l'aggettivo di temporaneo (auspicato) a questo *mismatching*.

La buona struttura patrimoniale e finanziaria permette di dare un giudizio complessivo positivo e suggerisce anche qui di sovrappesare i titoli emessi da questo emittente, *buy*.

5.5.3 Eurochem, Evraz Group SA, Ceb Capital SA

Società	EUROCHEM		EVRAZ GROUP SA		CEB CAPITAL SA	
in migliaia di \$ al cambio \$/Rub						
30,4402	2012	2011	2012	2011	2012	2011
capitale fisso	5.721.576,86	4.615.752,95	11.380.000,00	12.226.000,00	337.968,08	386.603,24
capitale circolante	2.072.396,99	2.113.522,18	6.397.000,00	4.749.000,00	3.528.863,02	2.828.777,04
capitale investito operativo	7.793.973,86	6.729.275,14	17.777.000,00	16.975.000,00	3.866.831,10	3.215.380,29
	237.250.123,00	204.840.481,00			117.707.112,00	97.876.819,00
Capitale Proprio	3.508.404,77	2.968.795,80	5.373.000,00	5.781.000,00	585.293,10	525.111,63
Debiti fin m/l	3.437.785,36	2.932.410,96	8.032.000,00	8.505.000,00	1.243.169,43	837.954,55
Debiti fin b/t	847.783,72	828.068,38	4.372.000,00	2.689.000,00	2.038.368,57	1.852.314,11
Fonti di capitale	7.793.973,86	6.729.275,14	17.777.000,00	16.975.000,00	3.866.831,10	3.215.380,29
	237.250.123,00	204.840.481,00			117.707.112,00	97.876.819,00
Ricavi	5.469.009,04	4.313.312,00	14.726.000,00	16.400.000,00	641.327,19	475.176,61
Costi	3.882.971,10	2.725.162,15	13.919.000,00	14.609.000,00	289.477,01	173.892,39
EBITDA	1.586.037,94	1.588.149,85	807.000,00	1.791.000,00	351.850,18	301.284,22
Ammortamenti e svalutazioni	265681,8286	147283,1322	469.000,00	154.000,00	10.222,11	6.658,69
Margine Operativo Netto	1.320.356,11	1.440.866,72	338.000,00	1.637.000,00	341.628,08	294.625,53
Partite accessorie/straordinarie	39.591,82	- 505.386,53	178.000,00	- 73.000,00	- 226.281,56	- 180.390,24
EBIT	1.359.947,93	935.480,19	516.000,00	1.564.000,00	115.346,52	114.235,29
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	39.166,53	48.767,22	622.000,00	691.000,00	-	-
Risultato lordo	1.320.781,40	886.712,97	106.000,00	873.000,00	115.346,52	114.235,29
Imposte	253.911,93	265.069,51	229.000,00	420.000,00	23.606,35	23.164,70
Risultato netto	1.066.869,46	621.643,45	335.000,00	453.000,00	91.740,17	91.070,59
	32.475.719,86	18.922.951,00			2.792.589,00	2.772.207,00
Cash Flow operativo	1.277.135,86	1.183.657,01	2.143.000,00	2.647.000,00	- 466.724,33	- 412.913,19
Cash Flow da attività di investimento	- 581.293,36	- 1.764.209,07	- 1.544.000,00	- 1.188.000,00	17.381,62	154.836,60
Cash Flow finanziario	- 467.946,56	567.750,77	- 10.000,00	- 1.341.000,00	360.397,37	173.081,75
Fabbisogno Extra / cash flow generato	227.895,94	- 12.801,30	589.000,00	118.000,00	- 88.945,34	- 84.994,84

Tabella 5.5.11. I valori di bilancio di Eurochem, Evraz e CEB Capital.

	EUROCHEM		EVRAZ GROUP SA		CEB CAPITAL SA	
Equilibrio patrimoniale						
Copertura attivo immobilizzato	121,40%	127,85%	117,79%	116,85%	541,02%	352,57%
r crescita	-5,04%		0,81%		53,45%	
Equilibrio finanziario						
Coefficiente di indebitamento	1,22	1,27	2,31	1,94	5,61	5,12
r crescita	-3,56%		19,22%		9,44%	
Equilibrio economico						
ROI	16,94%	21,41%	1,90%	9,64%	8,83%	9,16%
Tasso interessi passivi	0,91%	1,30%	5,01%	6,17%	0,00%	0,00%
Δ	16,03%	20,12%	-3,11%	3,47%	8,83%	9,16%
Interest Coverage Ratio	34,72	19,18	0,83	2,26	-	-
r crescita	81,01%		-63,35%			
Ebitda margin	0,29	0,37	0,05	0,11	0,55	0,63
r crescita	-21,24%		-49,82%		-13,47%	
Ebit	1.359.947,93	935.480,19	516.000,00	1.564.000,00	115.346,52	114.235,29
r crescita	45,37%		-67,01%		0,97%	
Margine di intermediazione (solo banche)	no banking	no banking	no banking	no banking	2,22	2,73
r crescita					-18,92%	
Cash Flows						
	227.895,94 -	12.801,30	589.000,00	118.000,00 -	88.945,34 -	84.994,84
	1880,26%		399,15%		-4,65%	

Tabella 5.5.12. Gli equilibri di Eurochem, Evraz e CEB Capital.

	EUROCHEM		EVRAZ GROUP SA		CEB CAPITAL SA		
Giudizio patrimoniale su copertura immobilizzazioni							
se > 90% punti 0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
se > 100% punti 2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
se > 200% punti 1	-	-	-	-	1,0	1,0	
se > 300% punti 3	-	-	-	-	1,0	1,0	
se < 85% punti -1	-	-	-	-	-	-	
se < 75% punti -1	-	-	-	-	-	-	
se < 65% punti -1	-	-	-	-	-	-	
se < 50% punti -2	-	-	-	-	-	-	
Valore medio							
2,57	↑	2,5 ↑	2,5 ↑	2,5 ↑	2,5 ↑	4,5 ↑	4,5
Giudizio finanziario su rapporto D/E							
se > 8 punti -2	-	-	-	-	-	-	
se > 7 punti -1	-	-	-	-	-	-	
se > 6 punti -1	-	-	-	-	-	-	
se > 5,5 punti -1	-	-	-	-	1,00	-	
se > 4,5 punti -1	-	-	-	-	1,00	1,00	
se ≤ 3,5 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	-	-	
se ≤ 3 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	-	-	
se ≤ 2,5 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	-	-	
se ≤ 2 punti 2	2,00	2,00	-	2,00	-	-	
se ≤ 1,5 punti 2	2,00	2,00	-	-	-	-	
se ≤ 1 punti 3	-	-	-	-	-	-	
se D/E 2012 < D/E 2011 punti 1	1,00	-	-	-	-	-	
1,64	↑	8,00 ↑	7,00 →	3,00 →	5,00 ↓	2,00 ↓	1,00

Tabella 5.5.13. Score patrimoniale e finanziario di Eurochem, Evraz e CEB Capital.

	EUROCHEM		EVRAZ GROUP SA		CEB CAPITAL SA	
Giudizio economico						
ROI vs i						
se < -3% punti -1	-	-	-	1,00	-	-
se < -2% punti -1	-	-	-	1,00	-	-
se < -1% punti -1	-	-	-	1,00	-	-
se < 0 punti -1	-	-	-	1,00	-	-
se > 0 punti 1	1,00	1,00	-	1,00	1,00	1,00
se > 1% punti 1	1,00	1,00	-	1,00	1,00	1,00
se > 2% punti 1	1,00	1,00	-	1,00	1,00	1,00
se > 2,5% punti 1	1,00	1,00	-	1,00	1,00	1,00
se > 3% punti 1	1,00	1,00	-	1,00	1,00	1,00
se > 4% punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
se > 5% punti 1	1,00	1,00	-	-	1,00	1,00
	7,00	7,00	-	4,00	5,00	7,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche						
se > 3 punti 1	1,00	1,00	-	-	-	-
se > 2 punti 1	1,00	1,00	-	1,00	1,00	1,00
se > 1 punti 1	1,00	1,00	-	1,00	1,00	1,00
se 2012>2011 punti 1	1,00	-	-	-	-	-
	4,00	3,00	-	2,00	2,00	2,00
Ebitda margin						
	-	1,00	-	1,00	-	1,00
	-	2,00	-	2,00	-	-
Ebit 2012 vs Ebit 2011						
	2,00	-	-	2,00	2,00	-
	1,00	-	-	5,00	-	1,00
Media dei punteggi economici. Score economico finale						
2,03	3,33	3,33	-	3,00	2,33	3,33
Equilibrio monetario						
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	2,00	-	2,00	2,00	2,00	-
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1	-	-	-	-	-	-
	2,00 -	2,00	2,00	2,00	-	2,00

Tabella 5.5.14. Score economico e monetario di Eurochem, Evraz e CEB Capital.




EUROCHEM		EVRAZ GROUP SA		CEB CAPITAL SA	
	4,56		1,23		0,96

Tabella 5.5.15. *Score finale di Eurochem, Evraz e CEB Capital.*

Eurochem - Basic Industry - Chemicals

La società rispetto al 2011 ha riportato un ragguardevole aumento di capitale fisso. Questi investimenti sono stati eseguiti in perfetto equilibrio di risorse, aumentando per circa lo stesso valore sia il capitale proprio sia i debiti finanziari a medio/lungo termine. Così facendo non solo *Eurochem* ha incrementato i propri investimenti e i beni a lungo ciclo di utilizzo (ad es: macchinari, impianti, fabbricati, ecc.) ma lo ha fatto conservando un'equilibrata situazione patrimoniale.

L'aumento parallelo di capitale fisso e debiti a m/l termine è prova della volontà della società di mantenere un basso livello di indebitamento, di poco superiore al capitale (circa 20% in più). Ciò non può che attribuire, a livello finanziario, quasi il massimo *score*.

Anche il profilo economico si conferma ottimale: con un ROI decisamente più alto rispetto al tasso *i* e un ICR ben al di sopra della soglia minima. Questi valori intendono esprimere la capacità della società di generare reddito più che sufficiente a coprire le spese inerenti al capitale di terzi, lasciando spazio a ipotesi di affidabilità su questo emittente.

La leggera diminuzione dell'*Ebitda Margin* penalizza di poco il punteggio, sostenuto tuttavia da un aumento dell'*Ebit* e da un equilibrio monetario in sintonia con il buon profilo generale dell'azienda.

Su *Eurochem* si consiglia un acquisto sovrappesato, *buy strong*.

Evraz Group SA - Basic Industry - Steel Producers

La società presenta una situazione patrimoniale in equilibrio con l'importante indice di copertura delle immobilizzazioni in aumento rispetto all'anno precedente e prossimo al 120%.

La situazione finanziaria attesta un indebitamento in crescita rispetto al 2011 ma comunque a un livello sostenibile pari a 2,31 volte il proprio capitale.

Nonostante i buoni propositi lasciati intendere ai profili patrimoniale e finanziario l'aspetto economico presenta una nota negativa. L'elevato costo del debito supera in termini percentuali il ROI, palesando una difficoltà da parte dell'impresa di sostenerne l'ammontare che, inoltre, è maggiore rispetto all'anno precedente.

Una situazione di equilibrio monetario non basta per colmare il gap economico visto, artefice di un ribilanciamento³⁵ del giudizio in un acquisto neutrale sottopesato, *buy neutral/no buy*.

CEB Capital SA - Banking

CEB Capital mostra un equilibrio patrimoniale ottimale con un indice di copertura delle immobilizzazioni di molto sopra alla soglia di accettazione. Questo le permette di totalizzare uno *score* patrimoniale elevato.

La situazione finanziaria però si rivela ad un livello di indebitamento di certo non in equilibrio, con debiti prossimi a sei volte il capitale sociale, con conseguente assegnazione di un punteggio negativo.

L'ottimo *score* economico (buon livello di ROI e *Ebit* in aumento) non basta a compensare la situazione finanziaria negativa. Il disequilibrio monetario è l'ultimo importante tassello che va a formare il giudizio di acquisto sottopesato, *buy neutral/no buy*.

³⁵ Stando unicamente alla situazione patrimoniale-finanziaria *Evrax* sembra avere buone prospettive per un giudizio diverso da quello assegnato.

5.5.4. Gazprombank, Home Credit Group, Koks OAO

Società	GAZPROMBANK		HOME CREDIT GROUP		KOKS OAO	
in migliaia di \$ al cambio \$/Rub						
30,4402	2012	2011	2012	2011	2012	2011
capitale fisso	6.702.551,23	5.488.794,42	367.638,85	259.229,57	1.636.651,53	1.465.857,65
capitale circolante	86.629.292,84	75.905.808,77	10.730.054,34	4.855.322,90	307.356,72	394.116,99
capitale investito operativo	93.331.844,07	81.394.603,19	11.097.693,18	5.114.552,47	1.944.008,25	1.859.974,64
	2.841.040.000,00	2.477.668.000,00	337.816.000,00	155.688.000,00	59.176.000,00	56.618.000,00
Capitale Proprio	11.940.197,50	7.980.893,69	1.686.388,39	1.003.508,52	730.514,25	709.095,21
Debiti fin m/l	14.445.174,47	13.280.070,43	1.947.391,94	1.334.945,24	787.281,29	775.586,23
Debiti fin b/t	66.946.472,10	60.133.639,07	7.463.912,85	2.776.131,56	426.212,71	375.293,20
Fonti di capitale	93.331.844,07	81.394.603,19	11.097.693,18	5.114.585,32	1.944.008,25	1.859.974,64
	2.841.040.000,00	2.477.668.000,00	337.816.000,00	155.689.000,00	59.176.000,00	56.618.000,00
Ricavi	5.772.498,21	4.321.357,94	1.721.506,43	971.379,95	1.501.435,60	1.826.170,66
Costi	4.100.005,91	2.778.266,90	502.099,20	212.580,73	1.303.506,55	1.537.736,28
EBITDA	1.672.492,30	1.543.091,04	1.219.407,23	758.799,22	197.929,05	288.434,37
Ammortamenti e svalutazioni	273.519,88	96.977,02	586.099,96	202.462,53	90.505,32	99.769,38
Margine Operativo Netto	1.398.972,41	1.446.114,02	633.307,27	556.336,69	107.423,74	188.664,99
Partite accessorie/straordinarie	- 103.645,84	- 51.248,02	156.799,23	- 109.361,96	28.712,03	- 57.851,13
EBIT	1.295.326,57	1.394.866,00	790.106,50	446.974,72	136.135,77	130.813,86
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	-	-	-	-	51.477,98	63.862,92
Risultato lordo	1.295.326,57	1.394.866,00	790.106,50	446.974,72	84.657,79	66.950,94
Imposte	399.011,83	429.366,43	163.435,19	94.546,03	19.907,88	16.458,50
Risultato netto	896.314,74	965.499,57	626.671,31	352.428,70	64.749,90	50.492,44
	27.284.000,00	29.390.000,00	19.076.000,00	10.728.000,00	197.1000,00	1537.000,00
Cash Flow operativo	- 5.217.179,91	3.787.590,09	1.034.454,44	571.579,69	232.751,43	159.525,89
Cash Flow da attività di investimento	- 985.046,09	- 366.259,09	- 78.317,49	- 64.881,31	- 253.546,30	- 205.353,45
Cash Flow finanziario	4.177.863,48	1.397.756,91	227.035,30	- 221.023,51	49.868,27	- 58.048,24
Fabbisogno Extra / cash flow generato	- 2.024.362,52	4.819.087,92	1.183.172,25	285.674,86	29.073,40	- 103.875,80

Tabella 5.5.16. I valori di bilancio di Gazprombank, Home Credit Group e Koks OAO.

	GAZPROMBANK		HOME CREDIT GROUP		KOKS OAO	
Equilibrio patrimoniale						
Copertura attivo immobilizzato r crescita	393,66% 1,63%	387,35%	988,41% 9,57%	902,08%	92,74% -8,44%	101,28%
Equilibrio finanziario						
Coefficiente di indebitamento r crescita	6,82 -25,90%	9,20	5,58 36,23%	4,10	1,66 2,35%	1,62
Equilibrio economico						
ROI	1,50%	1,78%	5,71%	10,88%	5,53%	10,14%
Tasso interessi passivi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,24%	5,55%
Δ	1,50%	1,78%	5,71%	10,88%	1,28%	4,59%
Interest Coverage Ratio r crescita	-	-	-	-	2,64 29,11%	2,05
Ebitda margin r crescita	0,29 -18,86%	0,36	0,71 -9,32%	0,78	0,13 -16,54%	0,16
Ebit r crescita	1.295.326,57 -7,14%	1.394.866,00	790.106,50 76,77%	446.974,72	136.135,77 4,07%	130.813,86
Margine di intermediazione (solo banche) r crescita	1,41 -9,48%	1,56	3,43 -24,97%	4,57	no banking	no banking
Cash Flows	- 2.024.362,52 -142,01%	4.819.087,92	1.183.172,25 314,17%	285.674,86	29.073,40 - 127,99%	103.875,80

Tabella 5.5.17. Gli equilibri di Gazprombank, Home Credit Group e Koks OAO.

	GAZPROMBANK		HOME CREDIT GROUP		KOKS OAO	
Giudizio patrimoniale su copertura immobilizzazioni						
se > 90% punti 0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
se > 100% punti 2	2,0	2,0	2,0	2,0	-	2,0
se > 200% punti 1	1,0	1,0	1,0	1,0	-	-
se > 300% punti 3	1,0	1,0	1,0	1,0	-	-
se < 85% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 75% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 65% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 50% punti -2	-	-	-	-	-	-
Valore medio						
2,57	↑ 4,5	↑ 4,5	↑ 4,5	↑ 4,5	⇒ 0,5	↑ 2,5
Giudizio finanziario su rapporto D/E						
se > 8 punti -2	-	-	2,00	-	-	-
se > 7 punti -1	-	-	1,00	-	-	-
se > 6 punti -1	-	1,00	-	1,00	-	-
se > 5,5 punti -1	-	1,00	-	1,00	-	-
se > 4,5 punti -1	-	1,00	-	1,00	-	-
se ≤ 3,5 punti 1	-	-	-	-	1,00	1,00
se ≤ 3 punti 1	-	-	-	-	1,00	1,00
se ≤ 2,5 punti 1	-	-	-	-	1,00	1,00
se ≤ 2 punti 2	-	-	-	-	2,00	2,00
se ≤ 1,5 punti 2	-	-	-	-	-	-
se ≤ 1 punti 3	-	-	-	-	-	-
se D/E 2012 < D/E 2011 punti 1	1,00	-	-	-	-	-
1,64	↓- 2,00	↓- 6,00	↓- 2,00	⇒ -	⇒ 5,00	⇒ 5,00

Tabella 5.5.18. Score patrimoniale e finanziario di Gazprombank, Home Credit Group e Koks OAO.

	GAZPROMBANK		HOME CREDIT GROUP		KOKS OAO	
Giudizio economico						
ROI vs i						
se < -3% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < -2% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < -1% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 0 punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 0 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 1% punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 2% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	1,00
se > 2,5% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	1,00
se > 3% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	1,00
se > 4% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	1,00
se > 5% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
	2,00	2,00	7,00	7,00	2,00	6,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche						
se > 3 punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
se > 2 punti 1	-	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 1 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se 2012>2011 punti 1	-	-	-	-	1,00	-
	1,00	1,00	3,00	3,00	3,00	2,00
Ebitda margin						
	-	1,00	-	1,00	-	1,00
	-	-	-	-	-	-
Ebit 2012 vs Ebit 2011						
	-	2,00	-	2,00	-	2,00
	-	3,00	-	1,00	-	1,00
Media dei punteggi economici. Score economico finale						
2,03	→ -	→ 1,00	↑ 3,67	↑ 3,33	→ 2,00	↑ 2,67
Equilibrio monetario						
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	-	2,00	-	2,00	-	2,00
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	1,00	-	-	-	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1	-	-	1,00	1,00	-	-
	↓ -	3,00	↑ 3,00	↑ 3,00	↑ 2,00	↓ -

Tabella 5.5.19. Score economico e finanziario di Gazprombank, Home Credit Group e Koks OAO.

GAZPROMBANK	HOME CREDIT GROUP	KOKS OAO
↓ - 0,02	⇒ 1,79	↑ 2,68

Tabella 5.5.20. *Score finale di Gazprombank, Home Credit Group e Koks OAO.*

Gazprombank - Banking

Con un indice di copertura delle immobilizzazioni prossimo al 400% *Gazprombank* risulta in equilibrio patrimoniale e le vengono assegnati 4,5 punti, un punteggio ben sopra il valore medio. Ciò nonostante, l'equilibrio finanziario non è rispettato a causa di un elevato livello di indebitamento pari a più di sei volte il capitale. Lo *score* finanziario (negativo) è mitigato dalla diminuzione dei debiti rispetto all'anno precedente (-25%), segnale positivo della presa in interesse da parte dell'amministrazione riguardo un ribilanciamento del debito.

Il profilo economico palesa una situazione non buona, un ROI e un margine d'intermediazione molto bassi accompagnati da un calo dell'*Ebitda Margin* e dell'*Ebit*. Tutto aggravato dalla presenza di disequilibrio monetario.

Risulta facile intuire come la *view* su *Gazprombank* sia leggermente negativa, *buy neutral/no buy*.

Home Credit Group - Banking

La società presenta un livello di copertura delle immobilizzazioni più che ottimale, non lasciando dubbi ad un giudizio positivo. Più allarmante è l'indice di indebitamento che sintetizza uno scarso equilibrio finanziario con i debiti di molto superiori al capitale (5,58 volte). Ricordando che proprio al fattore finanziario è assegnato il maggior peso nel calcolo dello *score* finale questo è un segnale sul quale prestare particolare attenzione. Uno sguardo più dettagliato ai debiti ci pone dinnanzi ad una preoccupante situazione di considerevole aumento di quelli a breve termine.

Per quanto concerne l'aspetto economico, con la sola eccezione dell'*Ebitda Margin*, tutti gli indicatori portano segno positivo e spingono ad un giudizio complessivo ottimale. Il ROI si conferma ad un buon livello anche se segna una diminuzione rispetto al 2011. Il margine di intermediazione è positivo e l'*Ebit* è aumentato.

Lo *score* finale, come anticipato, risente molto dell'elevato livello di indebitamento e si profila quindi su una posizione neutrale³⁶, *buy neutral*.

Koks OAO - Basic Industry - Metals/Mining Excluding Steel

L'indice di copertura delle immobilizzazioni è sceso da un valore ottimale (superiore a cento) ad un valore di 92,74% che si ritiene ugualmente accettabile ma al quale non viene assegnato un punteggio elevato.

³⁶ Con un livello di indebitamento più basso *Home Credit Group* sarebbe senza dubbio *buy strong*.

Significa che *Koks OAO* non riesce a coprire tutti gli investimenti a lungo ciclo di utilizzo con fonti a lenta rotazione, una piccola parte (7,26%) è coperta con l'utilizzo di debiti a breve termine. Tutto ciò può essere dovuto ad un momentaneo scostamento causato da un *rebalancing* degli *asset* e non dà modo di peggiorare lo *score*.

Il profilo finanziario si attesta su un livello equilibrato, con un coefficiente di indebitamento di poco superiore a 1,5. Il segnale è estremamente positivo, presagio di debito sostenibile e buona solvibilità.

Anche il ROI si aggiunge alle note positive, superando il tasso di interesse i e facendo intuire come la società sia in grado di remunerare senza problema alcuno i propri finanziatori. Ne è prova un ICR positivo. La lieve diminuzione dell'*Ebitda Margin* è controbilanciata dall'aumento dell'*Ebit*. Monetariamente sono rispettate le condizioni di equilibrio.

Koks OAO si profila una buona società sulla quale è consigliato l'acquisto di titoli, *buy*.

5.5.5 Kazanorgsintez, Metalloinvest FI, Mobtel

Società	KAZANORGSINTEZ		METALLOINVEST FI		MOBTTEL	
in migliaia di \$ al cambio \$/Rub						
30,4402	2.012,00	2.011,00	2012	2011	2012	2011
capitale fisso	1.138.034,57	1.270.326,74	8.031.959	7.482.177	11.938.891	11.480.581
capitale circolante	249.801,25	232.225,81	2.320.379	2.982.418	3.040.957	3.837.649
capitale investito operativo	1.387.835,82	1.502.552,55	10.352.338,00	10.464.595,00	14.979.848,00	15.318.230,00
	42.246.000,00	45.738.000,00				
Capitale Proprio	434.622,64	328.578,66	2.233.010	3.337.446	3.828.740	3.651.227
Debiti fin m/l	780.448,22	1.047.135,04	7.109.738	5.366.394	7.417.312	8.102.169
Debiti fin b/t	172.764,96	126.838,85	1.009.590	1.760.755	3.733.796	3.564.836
Fonti di capitale	1.387.835,82	1.502.552,55	10.352.338,00	10.464.595,00	14.979.848,00	15.318.232,00
	42.246.000,00	45.738.000,00				
Ricavi	1.493.649,84	1.219.308,68	8.194.488,00	9.918.589,00	12.435.655	12.318.688
Costi	1.162.114,57	974.763,63	5.892.698,00	6.101.458,00	8.164.724	7.174.599
EBITDA	331.535,27	244.545,04	2.301.790,00	3.817.131,00	4.270.931,00	5.144.089,00
Ammortamenti e svalutazioni	128.645,67	113.731,18	432.918,00	471.067,00	2.274.870	2.335.204
Margine Operativo Netto	202.889,60	130.813,86	1.868.872,00	3.346.064,00	1.996.061,00	2.808.885,00
Partite accessorie/straordinarie	7.588,65	18.856,64	970.593,00	1.237.056,00	76.375	-238.980
EBIT	210.478,25	111.957,21	2.839.465,00	2.109.008,00	2.072.436,00	2.569.905,00
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	76.346,41	91.556,56	229.560,00	330.680,00	483.825	594.339
Risultato lordo	134.131,84	20.400,65	2.609.905,00	1.778.328,00	1.588.611,00	1.975.566,00
Imposte	25.788,27	6.438,85	396.171,00	679.520,00	581.327	531.620
Risultato netto	108.343,57	13.961,80	2.213.734,00	1.098.808,00	1.007.284,00	1.443.946,00
	3.298.000,00	425.000,00				
Cash Flow operativo	271.844,47	81.701,17	1.847.988,00	2.875.764,00	4.236.613,00	3.849.005,00
Cash Flow da attività di investimento	- 34.855,22	- 42.608,13	- 52.641,00	- 3.033.330,00	- 3.060.209,00	- 2.555.039,00
Cash Flow finanziario	- 212.252,22	- 39.782,92	- 2.528.004,00	- 1.206.587,00	- 2.302.427,00	- 370.834,00
Fabbisogno Extra / cash flow generato	24.737,03	689,88	732.657,00	1.049.021,00	1.126.023,00	923.132,00

Tabella 5.5.21. I valori di bilancio di Kazanorgsintez, Metalloinvest FI e Mobtel.

	KAZANORGSINTEZ		METALLOINVEST FI		MOBTEL	
Equilibrio patrimoniale						
Copertura attivo immobilizzato r crescita	106,77% -1,41%	108,30%	116,32% -0,01%	116,33%	94,20% -7,99%	102,38%
Equilibrio finanziario						
Coefficiente di indebitamento r crescita	2,19 -38,62%	3,57	3,64 70,27%	2,14	2,91 -8,85%	3,20
Equilibrio economico						
ROI	14,62%	8,71%	18,05%	31,98%	13,32%	18,34%
Tasso interessi passivi	8,01%	7,80%	2,83%	4,64%	4,34%	5,09%
Δ	6,61%	0,91%	15,23%	27,34%	8,99%	13,24%
Interest Coverage Ratio r crescita	2,76 125,45%	1,22	12,37 93,94%	6,38	4,28 -0,94%	4,32
Ebitda margin r crescita	0,22 10,67%	0,20	0,28 -27,01%	0,38	0,34 -17,75%	0,42
Ebit r crescita	210.478,25 88,00%	111.957,21	2.839.465,00 34,64%	2.109.008,00	2.072.436,00 -19,36%	2.569.905,00
Margine di intermediazione (solo banche) r crescita	no banking	no banking	no banking	no banking	no banking	no banking
Cash Flows	24.737,03 - 3685,71%	689,88	732.657,00 -169,84%	1.049.021,00	1.126.023,00 -221,98%	923.132,00

Tabella 5.5.22. Gli equilibri di Kazanorgsintez, Metalloinvest FI e Mobtel.

	KAZANORGSINTEZ		METALLOINVEST FI		MOBTEL	
Giudizio economico						
ROI vs i						
se < -3% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < -2% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < -1% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 0 punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 0 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 1% punti 1	1,00	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 2% punti 1	1,00	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 2,5% punti 1	1,00	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 3% punti 1	1,00	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 4% punti 1	1,00	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 5% punti 1	1,00	-	1,00	1,00	1,00	1,00
	7,00	1,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche						
se > 3 punti 1	-	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 2 punti 1	1,00	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 1 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se 2012>2011 punti 1	1,00		1,00		-	
	3,00	1,00	4,00	3,00	3,00	3,00
Ebitda margin						
	2,00	-	1,00	-	1,00	-
	-	-	2,00	-	-	-
Ebit 2012 vs Ebit 2011						
	2,00		2,00		2,00	
	4,00	-	1,00	-	3,00	-
Media dei punteggi economici. Score economico finale						
2,03	↑ 4,67 →	0,67	↑ 3,33 ↑	3,33	↑ 2,33 ↑	3,33
Equilibrio monetario						
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	2,00	-	2,00	-	2,00	2,00
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1	-	-	-	1,00	-	-
	↑ 2,00 ↓-	2,00 ↓-	2,00 ↑	3,00 ↓-	3,00 ↑	2,00

Tabella 5.5.24. Score economico e finanziario di Kazanorgsintez, Metalloinvest FI e Mobtel.

KAZANORGSINTEZ		METALLOINVEST FI		MOBTTEL	
↑	3,49	⇒	1,16	⇒	1,31

Tabella 5.5.25. Score finale di Kazanorgsintez, Metalloinvest FI e Mobtel.

Kazanorgsintez - Basic Industry - Chemicals

La società ha un indice di copertura delle immobilizzazioni superiore a 100, questo ne comprova una stabile situazione patrimoniale che le attribuisce un buon punteggio. Anche l'aspetto finanziario conferma buoni dati di bilancio, documentando un basso livello di indebitamento (apprezzabilmente diminuito rispetto al 2011). Tutto ciò porta ad un primo parere positivo su una struttura societaria solida e ben armonizzata.

Gli equilibri economico e monetario confermano quanto intuito, la società ha una buona redditività e riesce a sostenere i costi del debito. Ogni indicatore è aumentato rispetto al 2011, confermando il trend positivo dell'azienda, coadiuvato da un equilibrio monetario migliorato a confronto con l'anno precedente e nella norma.

Il giudizio su *Kazanorgsintez* non può che essere di acquisto sovrappesato, *buy strong*.

Metalloinvest FI - Basic Industry - Metals/Mining Excluding Steel

In linea con l'anno precedente *Metalloinvest* si conferma stabile patrimonialmente con un indice di copertura delle immobilizzazioni invariato e superiore a cento.

L'aspetto finanziario è presentato dal modello come nullo. Questo perché l'indice di indebitamento è di poco superiore alla soglia massima di accettazione ($3,62 > 3,5$) e questo porta a non totalizzare nessun punteggio positivo e nessun punteggio negativo.

Il profilo economico si dimostra ottimale. Il ROI è di molto superiore al tasso i e anche l'ICR ha valore positivo e elevato. Vi sono però da considerare gli effetti negativi della diminuzione dell'*Ebitda Margin* (seppur lieve) e dei *cash flow*. L'equilibrio monetario non è rispettato generando un fabbisogno di denaro extra.

Metalloinvest è una società nella norma, nei confronti della quale si consiglia di esporsi poco, con una posizione *buy neutral/no buy*.

Mobtel - Telecommunications - Telecom/Wireless

La situazione patrimoniale è peggiorata rispetto all'anno precedente con un indice di poco superiore al 90%. *Mobtel* utilizza pertanto fonti di finanziamento a veloce rotazione per coprire una parte di investimenti durevoli, questo potrebbe generare scompensi futuri.

L'indice di indebitamento presenta un valore nella norma (prossimo a 3 volte il capitale), ritenuto sostenibile nella realtà dei mercati emergenti.

Il profilo economico è in parte buono se si considera il buon differenziale tra ROI e i e lo stesso ICR. Tuttavia una diminuzione sia dell'*Ebitda Margin* sia dell'*Ebit* non lasciano presagire buone prospettive.

L'incertezza è alimentata dal disequilibrio monetario che non c'era all'anno precedente. La *view* sarà pertanto quella di non sbilanciarsi in grossi investimenti in titoli emessi da questo emittente, mantenendo una posizione neutrale bassa, *buy neutral/no buy*.

5.5.6 Nomos Bank, Promsvyazbk, OJSC Raspadskaya

Società	NOMOS BANK		PROMSVYAZBK		OJSC RASPADSKAYA	
In migliaia di \$ al cambio \$/Rub						
30,4402	2012	2011	2012	2011	2012	2011
capitale fisso	1.001.964,51	1.077.719,59	2.792.697,35	3.138.430,14	1.564.145,00	1.516.243,00
capitale circolante	28.561.014,71	20.674.568,50	19.882.113,32	15.342.193,48	367.714,00	461.881,00
capitale investito operativo	29.562.979,22	21.752.288,09	22.674.810,68	18.480.623,62	1.931.859,00	1.978.124,00
	899.903.000,00	662.144.000,00	690.225.772,00	562.553.879,00		
Capitale Proprio	2.968.475,90	2.487.171,57	2.061.293,88	1.777.438,81	1.096.504,00	1.061.899,00
Debiti fin m/l	3.978.751,78	3.049.158,68	3.965.415,04	3.269.459,99	728.129,00	170.467,00
Debiti fin b/t	22.615.751,54	16.215.957,85	16.648.101,75	13.433.724,81	107.226,00	745.758,00
Fonti di capitale	29.562.979,22	21.752.288,09	22.674.810,68	18.480.623,62	1.931.859,00	1.978.124,00
	899.903.000,00	662.144.000,00	690.225.772,00	562.553.879,00		
Ricavi	2.189.538,83	1.720.028,12	1.912.102,68	1.503.557,76	551.033,00	735.613,00
Costi	1.157.811,05	798.352,18	949.609,17	726.989,11	418.348,00	411.375,00
EBITDA	1.031.727,78	921.675,94	962.493,51	776.568,65	132.685,00	324.238,00
Ammortamenti e svalutazioni	702.393,55	567.013,36	256.095,23	290.592,21	132.493,00	124.952,00
Margine Operativo Netto	329.334,24	354.662,58	706.398,28	485.976,44	192,00	199.286,00
Partite accessorie/straordinarie	272.862,86	168.757,10	- 361.884,02	- 250.133,74	67.386,00	- 89.419,00
EBIT	602.197,09	523.419,69	344.514,26	235.842,70	67.578,00	109.867,00
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	-	-	-	-	34.628,00	11.244,00
Risultato lordo	602.197,09	523.419,69	344.514,26	235.842,70	32.950,00	98.623,00
Imposte	106.405,35	111.661,55	60.659,19	60.611,53	543,00	41.571,00
Risultato netto	495.791,75	411.758,14	283.855,07	175.231,17	32.407,00	57.052,00
	15.092.000,00	12.534.000,00	8.640.605,00	5.334.072,00		
Cash Flow operativo	- 344.675,79	- 548.518,08	900.412,65	- 627.171,90	111.045,00	232.712,00
Cash Flow da attività di investimento	93.461,94	456.961,52	51.579,85	146.779,92	- 113.482,00	- 44.151,00
Cash Flow finanziario	762.215,75	93.067,72	634.802,24	958.279,61	- 169.932,00	- 174.089,00
Fabbisogno Extra / cash flow generato	511.001,90	1.511,16	1.586.794,73	477.887,63	- 172.369,00	14.472,00

Tabella 5.5.26. Valori di bilancio di Nomos Bank, Promsvyazbk e OJSC Raspadskaya.

	NOMOS BANK		PROMSVYAZBK		OJSC RASPADSKAYA	
Equilibrio patrimoniale						
Copertura attivo immobilizzato r crescita	693,36% 34,97%	513,71%	215,80% 34,20%	160,81%	116,65% 43,53%	81,28%
Equilibrio finanziario						
Coefficiente di indebitamento r crescita	8,96 15,66%	7,75	10,00 6,42%	9,40	0,76 -11,70%	0,86
Equilibrio economico						
ROI	1,11%	1,63%	3,12%	2,63%	0,01%	10,07%
Tasso interessi passivi	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,15%	1,23%
Δ	1,11%	1,63%	3,12%	2,63%	-4,14%	8,85%
Interest Coverage Ratio r crescita	-	-	-	-	1,95 -80,03%	9,77
Ebitda margin r crescita	0,47 -12,06%	0,54	0,50 -2,54%	0,52	0,24 -45,37%	0,44
Ebit r crescita	602.197,09 15,05%	523.419,69	344.514,26 46,08%	235.842,70	67.578,00 -38,49%	109.867,00
Margine di intermediazione (solo banche) r crescita	1,89 -12,22%	2,15	2,01 -2,64%	2,07	no banking	no banking
Cash Flows	511.001,90 33715,22%	1.511,16	1.586.794,73 232,04%	477.887,63	- 172.369,00 -1291,05%	14.472,00

Tabella 5.5.27. Gli equilibri di Nomos Bank, Promsvyazbk e OJSC Raspadskaya.

	NOMOS BANK		PROMSVYAZBK		OJSC RASPADSKAYA	
Giudizio patrimoniale su copertura immobilizzazioni						
se > 90% punti 0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-
se > 100% punti 2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-
se > 200% punti 1	1,0	1,0	1,0	-	-	-
se > 300% punti 3	1,0	1,0	-	-	-	-
se < 85% punti -1	-	-	-	-	-	1,0
se < 75% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 65% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 50% punti -2	-	-	-	-	-	-
Valore medio						
2,57	↑ 4,5	↑ 4,5	↑ 3,5	↑ 2,5	↓ 2,5	↓ 1,0
Giudizio finanziario su rapporto D/E						
se > 8 punti -2	- 2,00	-	- 2,00	- 2,00	-	-
se > 7 punti -1	- 1,00	- 1,00	- 1,00	- 1,00	-	-
se > 6 punti -1	- 1,00	- 1,00	- 1,00	- 1,00	-	-
se > 5,5 punti -1	- 1,00	- 1,00	- 1,00	- 1,00	-	-
se > 4,5 punti -1	- 1,00	- 1,00	- 1,00	- 1,00	-	-
se ≤ 3,5 punti 1	-	-	-	-	1,00	1,00
se ≤ 3 punti 1	-	-	-	-	1,00	1,00
se ≤ 2,5 punti 1	-	-	-	-	1,00	1,00
se ≤ 2 punti 2	-	-	-	-	2,00	2,00
se ≤ 1,5 punti 2	-	-	-	-	2,00	2,00
se ≤ 1 punti 3	-	-	-	-	3,00	3,00
se D/E 2012 < D/E 2011 punti 1	-	-	-	-	1,00	
1,64	↓ 6,00	↓ 4,00	↓ 6,00	↓ 6,00	↑ 11,00	↑ 10,00

Tabella 5.5.28. Score patrimoniale e finanziario di Nomos Bank, Promsvyazbk e OJSC Raspadskaya.

	NOMOS BANK		PROMSVYAZBK		OJSC RASPADSKAYA	
Giudizio economico						
ROI vs i						
se < -3% punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se < -2% punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se < -1% punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se < 0 punti -1	-	-	-	-	1,00	-
se > 0 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	-	1,00
se > 1% punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	-	1,00
se > 2% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	1,00
se > 2,5% punti 1	-	-	1,00	1,00	-	1,00
se > 3% punti 1	-	-	1,00	-	-	1,00
se > 4% punti 1	-	-	-	-	-	1,00
se > 5% punti 1	-	-	-	-	-	1,00
	2,00	2,00	5,00	4,00	4,00	7,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche						
se > 3 punti 1	-	-	-	-	-	1,00
se > 2 punti 1	-	1,00	1,00	1,00	-	1,00
se > 1 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se 2012>2011 punti 1	-	-	-	-	-	-
	1,00	2,00	2,00	2,00	1,00	3,00
Ebitda margin						
	-	1,00	-	1,00	-	1,00
	-	-	-	-	2,00	-
Ebit 2012 vs Ebit 2011						
	2,00	-	2,00	-	2,00	-
	1,00	-	1,00	-	5,00	-
Media dei punteggi economici. Score economico finale						
2,03	⇒ 1,33 ⇒	1,33	↑ 2,67 ⇒	2,00	↓ 2,67 ↑	3,33
Equilibrio monetario						
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1	-	-	1,00	-	-	-
	↑ 2,00 ↑	2,00	↑ 3,00 ↑	2,00	↓ 2,00 ↑	2,00

Tabella 5.5.29. Score economico e finanziario di Nomos Bank, Promsvyazbk e OJSC Rospadskaya.

NOMOS BANK		PROMSVYAZBK		OJSC RASPADSKAYA	
↓	0,34	↓	0,11	↑	3,51

Tabella 5.5.30. Score totale di Nomos Bank, Promsvyazbk e OJSC Raspadsкая.

Nomos Bank - Banking

Come tutte le società bancarie finora analizzate anche *Nomos* possiede un buon profilo patrimoniale con una copertura del capitale a lenta rotazione ottimale.

L'area critica si ha quando si passa all'analisi dell'indebitamento che in questo caso supera di quasi nove volte il capitale proprio, lasciando bene intendere una situazione critica ampliata dal notevole aumento dei debiti rispetto all'anno precedente.

A poco serve il profilo economico e quello monetario che tuttavia non hanno valori "esaltanti" ma si posizionano nella media.

Con una situazione finanziaria preoccupante *Nomos Bank* si profila *no buy*.

Promsvyazbk - Banking

Anche in questo caso buon equilibrio patrimoniale ma pessimo equilibrio finanziario con debiti pari a 10 volte il capitale.

Come per la precedente società a poco servono i valori positivi economici e monetari. *No buy*.

OJSC Raspadsкая - Basic Industry - Metals/Mining Excluding Steel

I problemi di copertura dell'attivo immobilizzato dell'anno 2011 sono risolti, con un indice al 2012 del 116%. Questo attesta un buon miglioramento dell'equilibrio patrimoniale.

Finanziariamente il profilo è forse il migliore tra tutti gli emittenti. I debiti sono infatti di ammontare minore del capitale proprio, questo potrebbe aprire a più approfondite tematiche sul perfetto equilibrio d/e che esulano da questo lavoro. L'interesse deve essere posto sulla buona stabilità e solvibilità intuibili da questo indice.

L'aspetto economico palesa una momentanea situazione di squilibrio. Possiamo definire temporanei i valori negativi di ROI vs i e ICR guardando l'anno precedente, nel quale entrambi hanno valori completamente diversi. Non deve fornire quindi troppe preoccupazioni essendo il livello di indebitamento molto basso.

Queste considerazioni permettono di "classare" *Raspad* come *buy strong*.

5.5.7 Brunswick Rail, Russian Standard Bank, Sibur Sec LTD

Società	BRUNSWICK RAIL		RUSSIAN STANDARD BANK		SIBUR SEC LTD	
in migliaia di \$ al cambio \$/Rub						
30,4402	2012	2011	2012	2011	2012	2011
capitale fisso	1.509.900,00	1.415.600,00	739.187,00	518.097,78	9.575.693	7.324.525
capitale circolante	106.700,00	100.800,00	8.954.770,34	5.661.920,75	2.731.421	3.487.559
capitale investito operativo	1.616.600,00	1.516.400,00	9.693.957,33	6.180.018,53	12.307.113,62	10.812.084,02
			295.086.000,00	188.121.000,00	374.631.000,00	329.122.000,00
Capitale Proprio	665.200,00	617.100,00	970.197,30	890.138,70	6.430.838	5.431.436
Debiti fin m/l	904.500,00	605.200,00	2.663.648,73	1.518.879,64	2.734.345	2.821.499
Debiti fin b/t	46.900,00	294.100,00	6.060.111,30	3.771.000,19	3.141.931	2.559.149
Fonti di capitale	1.616.600,00	1.516.400,00	9.693.957,33	6.180.018,53	12.307.113,62	10.812.084,02
			295.086.000,00	188.121.000,00	374.631.000,00	329.121.999,91
Ricavi	306.200,00	183.900,00	1.755.474,67	1.076.734,06	8.913.541,96	8.168.803,10
Costi	65.400,00	44.300,00	576.375,98	327.166,05	6.218.783,06	5.321.614,18
EBITDA	240.800,00	139.600,00	1.179.098,69	749.568,01	2.694.758,90	2.847.188,91
Ammortamenti e svalutazioni	105.900,00	66.600,00	480.055,98	151.214,51	338.926,81	269.906,24
Margine Operativo Netto	134.900,00	73.000,00	699.042,71	598.353,49	2.355.832,09	2.577.282,67
Partite accessorie/straordinarie	- 13.500,00	- 52.000,00	- 412.053,80	- 372.533,69	37.746,14	141.983,30
EBIT	121.400,00	21.000,00	286.988,92	225.819,80	2.393.578,23	2.719.265,97
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	83.900,00	40.800,00	-	-	99.867,94	145.038,47
Risultato lordo	37.500,00	- 19.800,00	286.988,92	225.819,80	2.493.446,17	2.574.227,50
Imposte	17.500,00	- 800,00	73915,41448	52266,41086	519.576,09	511.199,01
Risultato netto	20.000,00	- 19.000,00	213.073,50	173.553,39	1.973.870,08	2.063.028,50
			6.486.000,00	5.283.000,00	60.085.000,00	62.799.000,00
Cash Flow operativo	241.695,00	166.069,00	-519576,0869	646710,5998	2.058.495,02	1.779.916,03
Cash Flow da attività di investimento	- 175.514,00	- 518.036,00	-102364,6362	-70006,11034	- 1.675.153,25	- 1.356.429,98
Cash Flow finanziario	- 44.574,00	298.919,00	916485,437	-350884,6854	429.366,43	438.104,87
Fabbisogno Extra / cash flow generato	21.607,00	- 53.048,00	294.544,71	225.819,80	- 46.024,66	- 14.618,83

Tabella 5.5.31. I valori di bilancio di Brunswick Rail, Russian Standard Bank e Sibur Sec LTD.

	BRUNSWICK RAIL		RUSSIAN STANDARD BANK		SIBUR SEC LTD	
Equilibrio patrimoniale						
Copertura attivo immobilizzato r crescita	103,96% 20,40%	86,35%	491,60% 5,73%	464,97%	95,71% -15,05%	112,68%
Equilibrio finanziario						
Coefficiente di indebitamento r crescita	1,43 -1,86%	1,46	8,99 51,31%	5,94	0,91 -7,76%	0,99
Equilibrio economico						
ROI	8,34%	4,81%	7,21%	9,68%	19,14%	23,84%
Tasso interessi passivi	8,82%	4,54%	0,00%	0,00%	-1,70%	2,70%
Δ	-0,47%	0,28%	7,21%	9,68%	20,84%	21,14%
Interest Coverage Ratio r crescita	1,45 181,12%	0,51	-	-	23,97 -227,84%	18,75
Ebitda margin r crescita	0,79 3,60%	0,76	0,67 -3,52%	0,70	0,30 -13,26%	0,35
Ebit r crescita	121.400,00 478,10%	21.000,00	286.988,92 27,09%	225.819,80	2.393.578,23 -11,98%	2.719.265,97
Margine di intermediazione (solo banche) r crescita	no banking	no banking	3,05 -7,46%	3,29	no banking	no banking
Cash Flows	21.607,00 - 140,73%	53.048,00	294.544,71 30,43%	225.819,80 -	46.024,66 - -214,83%	14.618,83

Tabella 5.5.32. Gli equilibri di Brunswick Rail, Russian Standard Bank e Sibur Sec LTD.

	BRUNSWICK RAIL		RUSSIAN STANDARD BANK		SIBUR SEC LTD				
Giudizio patrimoniale su copertura immobilizzazioni									
se > 90% punti 0,5	0,5	-	0,5	0,5	0,5	0,5			
se > 100% punti 2	2,0	-	2,0	2,0	-	2,0			
se > 200% punti 1	-	-	1,0	1,0	-	-			
se > 300% punti 3	-	-	1,0	1,0	-	-			
se < 85% punti -1	-	-	-	-	-	-			
se < 75% punti -1	-	-	-	-	-	-			
se < 65% punti -1	-	-	-	-	-	-			
se < 50% punti -2	-	-	-	-	-	-			
Valore medio									
2,57	↑	2,5 →	-	↑	4,5 ↑	4,5 →	0,5 ↑	2,5	
Giudizio finanziario su rapporto D/E									
se > 8 punti -2	-	-	-	2,00	-	-	-		
se > 7 punti -1	-	-	-	1,00	-	-	-		
se > 6 punti -1	-	-	-	1,00	-	-	-		
se > 5,5 punti -1	-	-	-	1,00	-	1,00	-		
se > 4,5 punti -1	-	-	-	1,00	-	1,00	-		
se ≤ 3,5 punti 1	1,00	1,00	-	-	-	1,00	1,00		
se ≤ 3 punti 1	1,00	1,00	-	-	-	1,00	1,00		
se ≤ 2,5 punti 1	1,00	1,00	-	-	-	1,00	1,00		
se ≤ 2 punti 2	2,00	2,00	-	-	-	2,00	2,00		
se ≤ 1,5 punti 2	2,00	2,00	-	-	-	2,00	2,00		
se ≤ 1 punti 3	-	-	-	-	-	3,00	3,00		
se D/E 2012 < D/E 2011 punti 1	1,00	-	-	-	-	1,00	-		
1,64	↑	8,00 ↑	7,00	↓-	6,00 ↓-	2,00	↑	11,00 ↑	10,00

Tabella 5.5.33. Score patrimoniale e finanziario di Brunswick Rail, Russian Standard Bank e Sibur Sec LTD.

	BRUNSWICK RAIL		RUSSIAN STANDARD BANK		SIBUR SEC LTD	
Giudizio economico						
ROI vs i						
se < -3% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < -2% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < -1% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 0 punti -1	-	1,00	-	-	-	-
se > 0 punti 1	-	-	1,00	1,00	1,00	1,00
se > 1% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 2% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 2,5% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 3% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 4% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 5% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
	-	1,00	1,00	7,00	7,00	7,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche						
se > 3 punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 2 punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 1 punti 1	1,00	-	-	1,00	1,00	1,00
se 2012>2011 punti 1	1,00	-	-	-	-	-
	2,00	-	3,00	3,00	-	3,00
Ebitda margin	2,00	-	1,00	-	1,00	-
Ebit 2012 vs Ebit 2011	2,00	-	2,00	-	2,00	-
	4,00	-	1,00	-	3,00	-
Media dei punteggi economici. Score economico finale						
2,03	➡ 1,67 ➡	0,33	↑ 3,67 ↑	3,33	➡ 1,33 ↑	3,33
Equilibrio monetario						
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	2,00	-	2,00	2,00	2,00	-
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1	-	-	-	-	-	-
	↑ 2,00 ↓-	2,00	↑ 2,00 ↑	2,00	↓- 2,00 ↓-	2,00

Tabella 5.5.34. Score economico e monetario di Brunswick Rail, Russian Standard Bank e Sibur Sec LTD.

BRUNSWICK RAIL		RUSSIAN STANDARD BANK		SIBUR SEC LTD	
↑	4,14	→	0,24	↑	4,01

Tabella 5.5.35. *Score finale di Brunswick Rail, Russian Standard Bank e Sibur Sec LTD.*

Brunswick Rail – Services - Railroads

Con un indice di copertura delle immobilizzazioni superiore al 100% *Brunswick Rail* risulta patrimonialmente in equilibrio. Nel settore ferroviario le infrastrutture e quindi gli investimenti fissi e a lenta rotazione sono alla base del *business*, avere a questo livello l'indice è senza dubbio un segnale estremamente positivo.

Nonostante un aumento dei debiti a media/lunga scadenza la riduzione di quelli a breve termine ha portato ad una lieve diminuzione dell'indice di indebitamento che si attesta ad un livello più che ottimale (1,43).

La società dimostra quindi di avere solide basi patrimoniali e di sapersi finanziare nel modo giusto, sfruttando equamente tutte le risorse a disposizione.

Il profilo economico segna un assestamento nel differenziale tra ROI e *i*, breve sintesi di una lieve difficoltà a coprire, tramite il rendimento del capitale investito, gli oneri finanziari. Ciò nonostante l'ICR, calcolato come rapporto tra risultato operativo e oneri finanziari, documenta un valore positivo che, con ragionevolezza, fa sperare in un progressivo adeguamento del debito ad una forma più sostenibile. L'aumento rispetto all'anno precedente sia dell'*Ebitda Margin* sia dell'*Ebit* comprovano questa direzione.

Anche l'equilibrio monetario è rispettato con un surplus di cassa migliore rispetto a quello (negativo) del 2011.

Si definisce quindi questa società *buy strong*, l'acquisto dei suoi titoli viene sovrappesato.

Russian Standard Bank - Banking

L'elevato indebitamento della società (circa 9 volte il capitale) vanifica il buon prospetto patrimoniale suggerendo cautela nel trattare i titoli emessi da questa banca.

Il ROI è discreto nonostante sia diminuito rispetto all'anno precedente. Segnali più incoraggianti si possono recepire dall'aumento dell'*Ebit*, dal margine di intermediazione positivo e dall'equilibrio monetario rispettato.

Lo *score* finale continua a suggerire prudenza, sinteticamente *buy neutral/no buy*.

Sibur Sec LTD – Energy - Integrated Energy

La società presenta un lieve disequilibrio patrimoniale non riuscendo a coprire gli investimenti a lungo termine con fonti di finanziamento di eguale scadenza. Il gap è quantificabile nella misura del 4,29% del capitale fisso. Questo significa che deve finanziare una parte di investimenti a lenta rotazione con fonti di finanziamento a veloce rotazione. Non

vi è però elevato rischio o pericolosità in questa situazione poiché si parla di valori limitati.

La solidità di *Sibur* è comprovata dal basso livello di indebitamento che non solo è diminuito rispetto al 2011 ma è più basso del capitale proprio. Questo non può essere che interpretato come sintetico indicatore di stabilità e solvibilità, alimentando la fiducia nei confronti di questo emittente.

Il profilo economico documenta una buona copertura del costo del debito *i*, con un ROI molto elevato. ICR in questo caso segna zero perché la gestione finanziaria (attiva – passiva) ha prodotto un risultato positivo. È possibile quindi intuire come il contesto economico generale di questa società sia addirittura migliore rispetto a quanto riportato dal modello di valutazione adottato.

Unica nota negativa è l'equilibrio monetario che presenta un valore negativo e in diminuzione rispetto all'anno precedente.

I titoli emessi da *Sibur Sec LTD* secondo le analisi effettuate devono essere acquistati in quantità rilevanti, *buy strong*.

5.5.9 SCF Capital LTD, OAO TMK, Vimpelcom

Società	SCF CAPITAL LTD		OAO TMK		VIMPELCOM	
In migliaia di \$ al cambio \$/Rub						
30,4402	2012	2011	2012	2011	2012	2011
capitale fisso	6.227.612	6.020.956	4.930.178	4.507.177	45.820.000	46.168.000
capitale circolante	663.344	698.599	2.670.056	2.625.064	9.540.000	7.871.000
capitale investito operativo	6.890.956,00	6.719.555,00	7.600.234,00	7.132.241,00	55.360.000,00	54.039.000,00
Capitale Proprio	3.110.344	3.085.172	2.081.895	1.824.784	15.372.000	14.902.000
Debiti fin m/l	3.190.372	3.058.257	3.243.108	3.602.046	28.067.000	28.192.000
Debiti fin b/t	590.240	576.126	2.275.231	1.705.411	11.921.000	10.945.000
Fonti di capitale	6.890.956,00	6.719.555,00	7.600.234,00	7.132.241,00	55.360.000,00	54.039.000,00
Ricavi	929.646,00	927.275,00	6.687.740,00	6.753.517,00	23.061.000,00	20.262.000,00
Costi	736.262,00	648.422,00	5.656.564,00	5.668.782,00	13.498.000,00	12.096.000,00
EBITDA	193.384,00	278.853,00	1.031.176,00	1.084.735,00	9.563.000,00	8.166.000,00
Ammortamenti e svalutazioni	314.807,00	280.085,00	351.693,00	269.874,00	5.392.000,00	5.312.000,00
Margine Operativo Netto	- 121.423,00	- 1.232,00	679.483,00	814.861,00	4.171.000,00	2.854.000,00
Partite accessorie/straordinarie	288.430,00	144.414,00	80.211,00	- 111.837,00	- 505.000,00	- 1.004.000,00
EBIT	167.007,00	143.182,00	759.694,00	703.024,00	3.666.000,00	1.850.000,00
interessi passivi e oneri finanziari al netto di proventi finanziari	118.081,00	120.090,00	274.770,00	270.723,00	1.283.000,00	2.000.000,00
Risultato lordo	48.926,00	23.092,00	484.924,00	432.301,00	2.383.000,00	- 150.000,00
Imposte	8.763,00	17.526,00	122.634,00	159.441,00	506.000,00	585.000,00
Risultato netto	40.163,00	5.566,00	362.290,00	272.860,00	1.877.000,00	- 735.000,00
Cash Flow operativo	475.776,00	405.788,00	928.519,00	787.140,00	7.257.000,00	6.106.000,00
Cash Flow da attività di investimento	- 480.323,00	- 557.963,00	- 454.929,00	- 377.340,00	- 4.008.000,00	- 6.945.000,00
Cash Flow finanziario	- 41.111,00	49.951,00	- 488.832,00	- 334.888,00	- 587.000,00	2.583.000,00
Fabbisogno Extra / cash flow generato	- 45.658,00	- 102.224,00	- 15.242,00	74.912,00	2.662.000,00	1.744.000,00

Tabella 5.5.36. I valori di bilancio di SCF Capital LTD, OAO TMK e Vimpelcom.

	SCF CAPITAL LTD		OAO TMK		VIMPELCOM	
Equilibrio patrimoniale						
Copertura attivo immobilizzato	101,17%	102,03%	108,01%	120,40%	94,80%	93,34%
r crescita	-0,84%		-10,30%		1,57%	
Equilibrio finanziario						
Coefficiente di indebitamento	1,22	1,18	2,65	2,91	2,60	2,63
r crescita	3,18%		-8,87%		-0,95%	
Equilibrio economico						
ROI	-1,76%	-0,02%	8,94%	11,43%	7,53%	5,28%
Tasso interessi passivi	3,12%	3,30%	4,98%	5,10%	3,21%	5,11%
Δ	-4,89%	-3,32%	3,96%	6,32%	4,33%	0,17%
Interest Coverage Ratio	1,41	1,19	2,76	2,60	2,86	0,93
r crescita	18,62%		6,47%		208,90%	
Ebitda margin	0,21	0,30	0,15	0,16	0,41	0,40
r crescita	-30,83%		-4,00%		2,89%	
Ebit	167.007,00	143.182,00	759.694,00	703.024,00	3.666.000,00	1.850.000,00
r crescita	16,64%		8,06%		98,16%	
Margine di intermediazione (solo banche)	no banking	no banking	no banking	no banking	no banking	no banking
r crescita						
Cash Flows	- 45.658,00 -	102.224,00	- 15.242,00	74.912,00	2.662.000,00	1.744.000,00
	55,34%		-120,35%		52,64%	

Tabella 5.5.37. Gli equilibri di SCF Capital LTD, OAO TMK e Vimpelcom.

	SCF CAPITAL LTD		OAO TMK		VIMPELCOM	
Giudizio patrimoniale su copertura immobilizzazioni						
se > 90% punti 0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
se > 100% punti 2	2,0	2,0	2,0	2,0	-	-
se > 200% punti 1	-	-	-	-	-	-
se > 300% punti 3	-	-	-	-	-	-
se < 85% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 75% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 65% punti -1	-	-	-	-	-	-
se < 50% punti -2	-	-	-	-	-	-
Valore medio						
2,57	↑ 2,5	↑ 2,5	↑ 2,5	↑ 2,5	⇒ 0,5	⇒ 0,5
Giudizio finanziario su rapporto D/E						
se > 8 punti -2	-	-	-	-	-	-
se > 7 punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 6 punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 5,5 punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 4,5 punti -1	-	-	-	-	-	-
se ≤ 3,5 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se ≤ 3 punti 1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
se ≤ 2,5 punti 1	1,00	1,00	-	-	-	-
se ≤ 2 punti 2	2,00	2,00	-	-	-	-
se ≤ 1,5 punti 2	2,00	2,00	-	-	-	-
se ≤ 1 punti 3	-	-	-	-	-	-
se D/E 2012 < D/E 2011 punti 1	-	-	1,00	-	1,00	-
1,64	↑ 7,00	↑ 7,00	⇒ 3,00	⇒ 2,00	⇒ 3,00	⇒ 2,00

Tabella 5.5.38. Score patrimoniale e finanziario di SCF Capital LTD, OAO TMK e Vimpelcom.

	SCF CAPITAL LTD		OAO TMK		VIMPELCOM	
Giudizio economico						
ROI vs i						
se < -3% punti -1	-	1,00	-	1,00	-	-
se < -2% punti -1	-	1,00	-	1,00	-	-
se < -1% punti -1	-	1,00	-	1,00	-	-
se < 0 punti -1	-	1,00	-	1,00	-	-
se > 0 punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 1% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 2% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 2,5% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 3% punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 4% punti 1	-	-	-	-	1,00	1,00
se > 5% punti 1	-	-	-	-	1,00	-
	-	4,00	-	4,00	5,00	7,00
Interest coverage ratio o margine di intermediazione per banche						
se > 3 punti 1	-	-	-	-	-	-
se > 2 punti 1	-	-	-	1,00	1,00	1,00
se > 1 punti 1	-	1,00	-	1,00	1,00	1,00
se 2012>2011 punti 1	-	1,00	-	1,00	-	1,00
	-	2,00	-	1,00	3,00	2,00
Ebitda margin						
	-	1,00	-	1,00	-	2,00
Ebit 2012 vs Ebit 2011	-	2,00	-	-	-	-
	-	1,00	-	1,00	-	4,00
Media dei punteggi economici. Score economico finale						
2,03	↓-	1,00	↓-	1,00	↑	3,00
				↑	3,00	↑
Equilibrio monetario						
se < 0 punti -2; se > 0 punti 2	-	2,00	-	2,00	-	2,00
se < - 1.000.000.000\$ punti -1	-	-	-	-	-	-
se > 1.000.000.000\$ punti 1	-	-	-	-	-	1,00
	↓-	2,00	↓-	2,00	↓-	2,00
				↑	2,00	↑
					3,00	↑
						3,00

Tabella 5.5.39. Score economico e monetario di SCF Capital LTD, OAO TMK e Vimpelcom.

SCF CAPITAL LTD		OAO TMK		VIMPELCOM	
↑	2,53	→	2,13	↑	2,71

Tabella 5.5.40. Score finale di SCF Capital LTD, OAO TMK e Vimpelcom.

SCF Capital LTD – Services - Transportation Excluding Air/Rail

La società si presenta in situazione di equilibrio patrimoniale con un indice di copertura delle immobilizzazioni superiore al 100%. Ciò significa che è fatto buon uso delle fonti di finanziamento, destinando quelle a lenta rotazione ad investimenti di analoga durata.

Il livello di indebitamento si attesta ad un livello di poco superiore a 1, ciò significa che SCF ha debiti per un ammontare più che sostenibile.

Nota dolente risulta essere il profilo economico di questa società, che dimostra un grosso delta tra ROI e *i*. Questo lascia intuire come il reddito proveniente dagli investimenti della società non sia sufficiente per coprire il costo delle fonti che hanno permesso di effettuarli. Se questa situazione, verificatasi anche nel 2011, dovesse permanere per più anni le conseguenze potrebbero essere non trascurabili.

Vi è un calo anche nell'*Ebitda Margin*, lievemente mitigato dal leggero aumento dell'*Ebit*. L'equilibrio monetario non è rispettato sia nel 2011 sia nel 2012.

Le difficoltà viste nel profilo economico e monetario potrebbero ripercuotersi in futuro sulla stabilità della società e sui suoi buoni livelli patrimoniale e economico. Ciò comporta di trattare con cautela un investimento in SCF pur non rimanendo neutrali, fiduciosi che la buona struttura finanziaria sia *proxy* di debito sostenibile. *Buy*.

OAO TMK - Energy - Oil Field Equipment & Services

L'indice di copertura del capitale fisso è maggiore del 100% e quindi la situazione patrimoniale è in equilibrio.

La società ha un debito ritenuto sostenibile (poco più di 2,5 volte il capitale) e in progressiva riduzione. Il profilo economico e soprattutto il delta tra ROI e *i* e l'ICR confermano questa tesi.

L'aumento dell'*Ebit* mitiga la lieve diminuzione dell'*Ebitda Margin* consentendo quindi di presentare un profilo economico nel complesso buono.

L'equilibrio monetario non è rispettato a causa di *cash flow* negativo. Ciò potrebbe essere considerato evento straordinario visto il valore positivo dell'anno precedente.

OAO TMK rientra negli emittenti *Buy neutral*.

Vimpelcom - Telecommunications - Telecom/Wireless

Le fonti di finanziamento a lungo termine, sebbene in aumento, non sono sufficienti alla copertura degli investimenti a lungo ciclo di utilizzo rendendo necessario coprirne una parte tramite fonti di finanziamento a breve termine. La società si prospetta in una condizione di equilibrio imperfetto. Lo scompenso non è di ammontare rilevante perciò non viene considerato rischioso.

Finanziariamente la società è in equilibrio, i sono pari a 2,6 volte il capitale proprio, valore ritenuto sostenibile per la tipologia di emittenti che si trattano in questa sede.

L'aspetto economico da considerare in particolar modo positivo è l'aumento del ROI³⁷ e la diminuzione del tasso di interesse sui debiti *i*. Ciò permette di comprovare l'affermazione riguardante la sostenibilità del debito affiancando una redditività che ne permette di sostenere largamente il costo (vedi anche ICR positivo).

Vimpelcom risulta in equilibrio anche sotto l'aspetto monetario grazie a *cash flow* positivi sia nel 2011 sia nel 2012. Il giudizio finale non può che essere *buy*.

³⁷ Interpretabile come un aumento della redditività degli investimenti.

Capitolo 6

Analisi della performance

6.1 Analisi dei rendimenti

Utilizzando il Valore Corrente sia dell'indice che del fondo è possibile confrontarne i rendimenti.

La prima analisi è basata sul confronto tra rendimento medio mensile e *standard deviation* del fondo rispetto al *benchmark*. Questo permette di avere un primo responso sulla rischiosità e il rendimento di ciascuno.

EMHB Russia		TripleP bond opportunity	
rendimento medio mensile	-0,79%	rendimento medio mensile	0,33%
standard deviation	2,54%	standard deviation	1,78%

Tabella 6.1.1 Confronto rendimento medio e standard deviation.

Come si può notare in tabella 6.1.1 non solo il fondo *TripleP bond opportunity* presenta una rischiosità minore (*standard deviation* minore rispetto all'indice) ma anche un rendimento medio mensile positivo e superiore al benchmark.

Un'analisi grafica permette di osservare l'andamento dei rendimenti mensili.

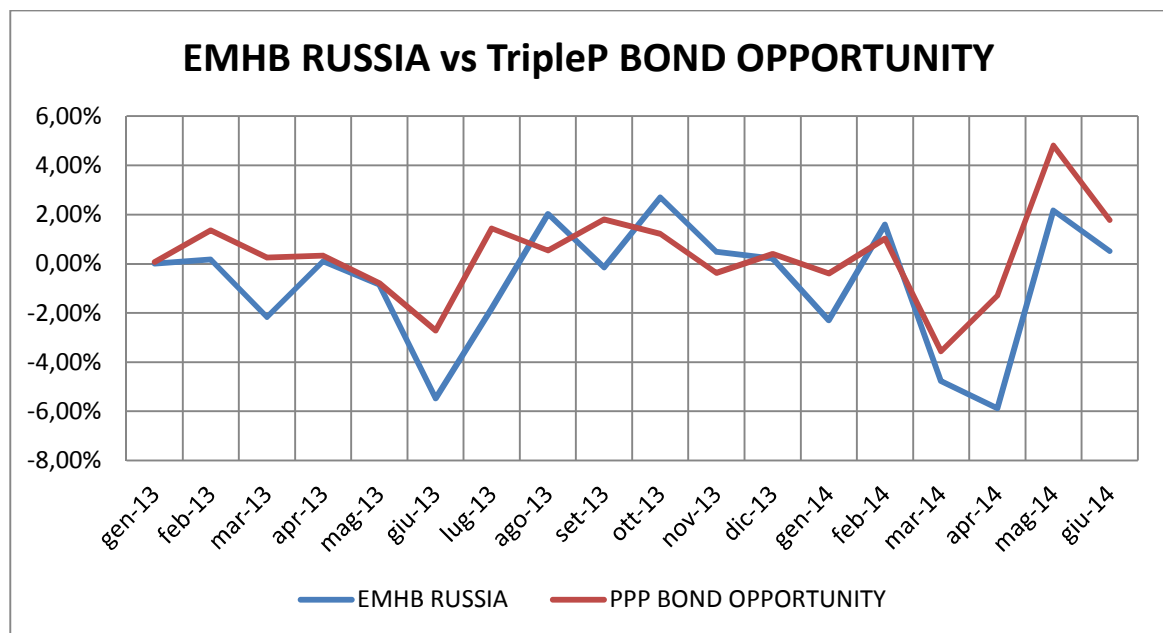


Figura 6.1.1. Rendimenti mensili

Si osserva un andamento in parte simile dei rendimenti ma laddove l'indice presenta rendimenti negativi il fondo ne presenta di migliori. Se si osserva il grafico nel periodo tra febbraio e aprile 2014, si può notare come lo shock finanziario conseguente alla crisi della Crimea abbia avuto un effetto meno negativo sul portafoglio creato, centrando l'obiettivo di implementare una strategia capace di assorbire meglio eventi di questo tipo.

L'analisi dei rendimenti cumulativi permette di capire l'effettivo profitto generato dalla strategia adottata, confrontandola con una strategia di mera replica dell'indice. La prima ha, infatti, conseguito un profitto del 5,73% in diciotto mesi, a differenza della seconda che genera una perdita del 13%.

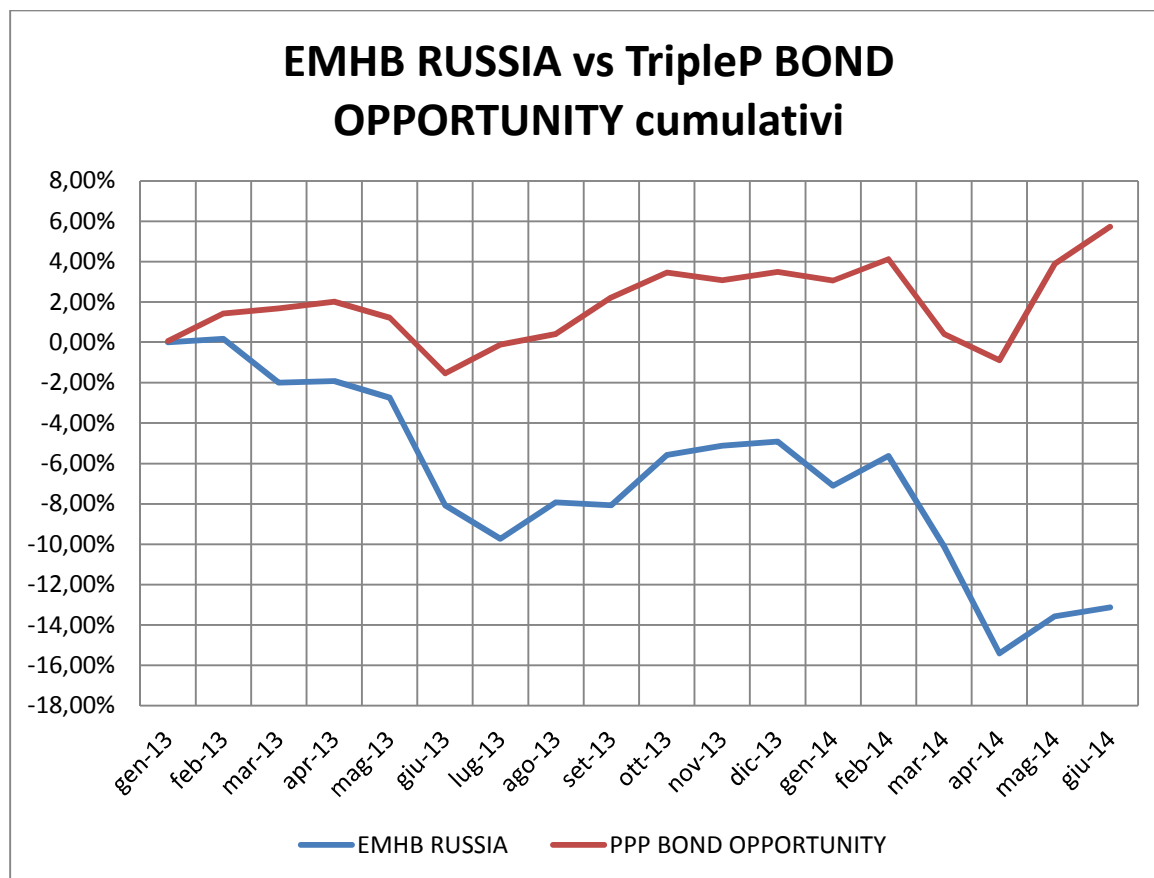


Figura 6.1.2. Rendimenti cumulativi

Per meglio confrontare il fondo con il *benchmark* si osservano i rendimenti a 1,3,6,12 e 18 mesi, partendo dall'ultimo mese ovvero giugno 2014.

Rendimento	Fondo	Benchmark
ad 1 mese	1,78%	0,51%
a 3 mesi	5,29%	-3,36%
a 6 mesi	2,17%	-8,64%
ad 1 anno	7,37%	-5,51%
a 18 mesi	5,73%	-13,13%

Tabella 6.1.2. Confronto rendimenti assoluti.

Anche in questo caso si può notare come il fondo abbia in tutti gli intervalli di tempo analizzati sovraperformato il *benchmark*.

La figura 6.1.3 rappresenta un istogramma con l'andamento mensile del fondo e dell'indice. Da questo grafico si evince come la miglior performance del fondo *TripleP* sia dovuta principalmente alle minori perdite conseguite. Si può notare, infatti, che nei periodi in cui l'indice è in perdita il fondo genera sempre valori meno negativi, limitando così gli effetti di una situazione di mercato sfavorevole.

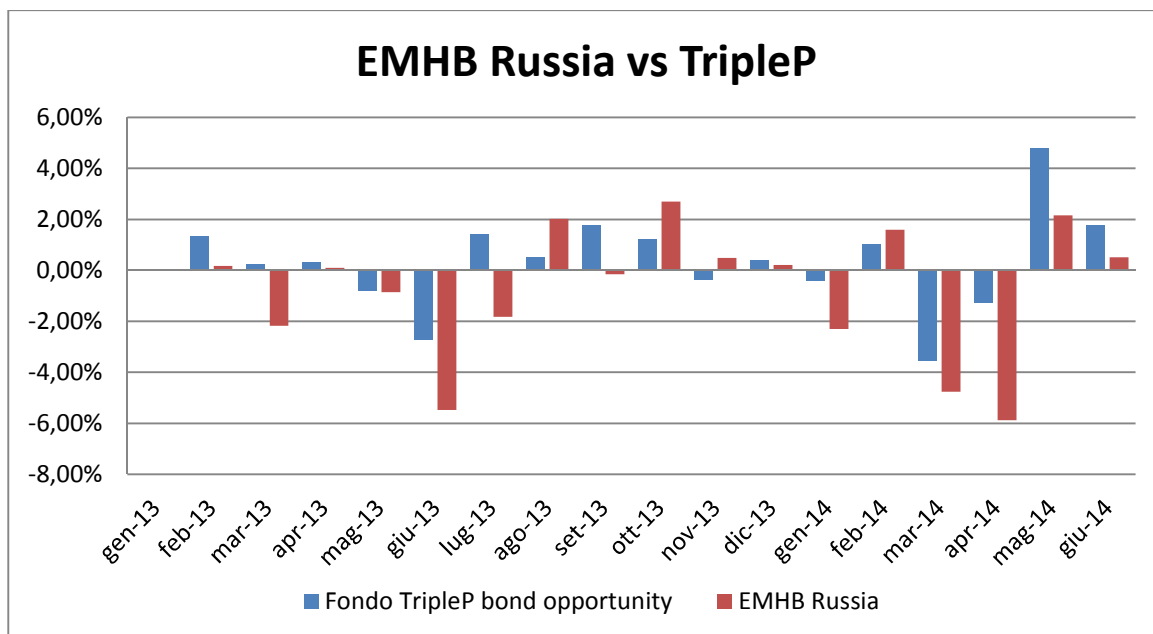


Figura 6.1.3. Rendimenti mensili EMHB Russia vs TripleP.

Quanto detto è comprovato dal grafico del *tracking error* (indicatore ottenuto come differenza tra i rendimenti mensili del fondo e quelli dell'indice), che permette di osservare se e per quante volte il fondo ha battuto il mercato (valori positivi) o viceversa (valori negativi). Dalla figura 6.1.4 si riscontra un andamento migliore del fondo in 14 mesi su 18. Nei soli mesi di agosto, ottobre, novembre 2013 e febbraio 2014 il rendimento ottenuto è stato inferiore rispetto al mercato.

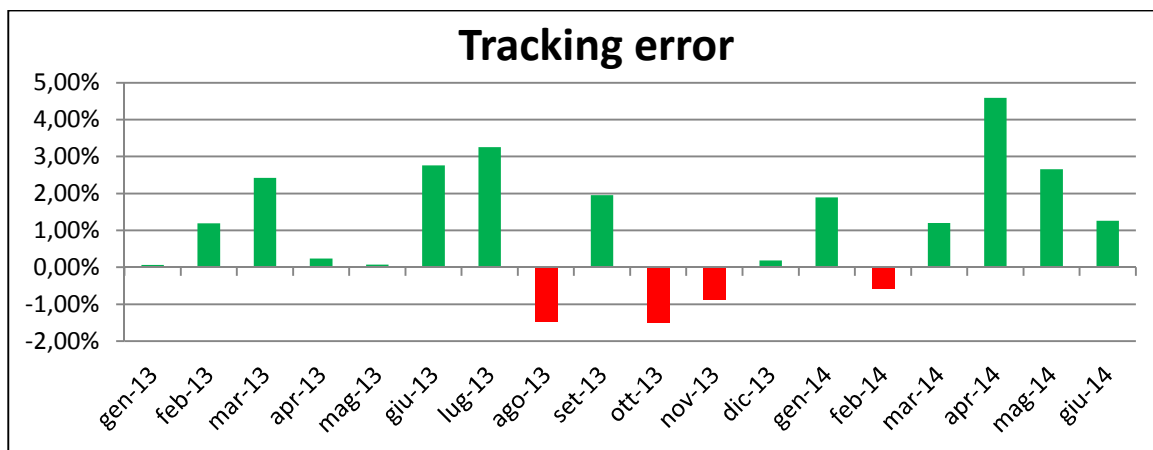


Figura 6.1.4. Tracking Error, $R_i - R_m$.

Dato che il fondo ha battuto il proprio *benchmark* per 1,3,6,12 e 18 mesi si potrebbe pensare che sia consistentemente in grado di ottenere buone performance. Se si fa riferimento unicamente a questi rendimenti potrebbe essere che le buone performance del fondo siano dovute a *end point* particolarmente buoni, le statistiche cumulate possono quindi trarre in inganno. Ma l'andamento del fondo potrebbe invece essere diverso, si fa riferimento a questo fenomeno con il termine di *end point bias*, ovvero la distorsione che sporadici ottimi rendimenti potrebbero creare nei valori cumulati.

Un modo per verificare tale fenomeno è utilizzare le *rolling windows* per vedere per quanti periodi effettivamente il fondo è stato capace di sovraperformare l'indice.

Si è svolta perciò un'analisi sui rendimenti trimestrali e semestrali con *rolling windows*, scalando ogni volta di un mese³⁸.

La figura 6.1.5 presenta i rendimenti trimestrali con *rolling windows* mensile sia dell'indice sia del fondo. La figura 6.1.6 rappresenta l'andamento dell'*excess return* sempre tramite lo stesso criterio.

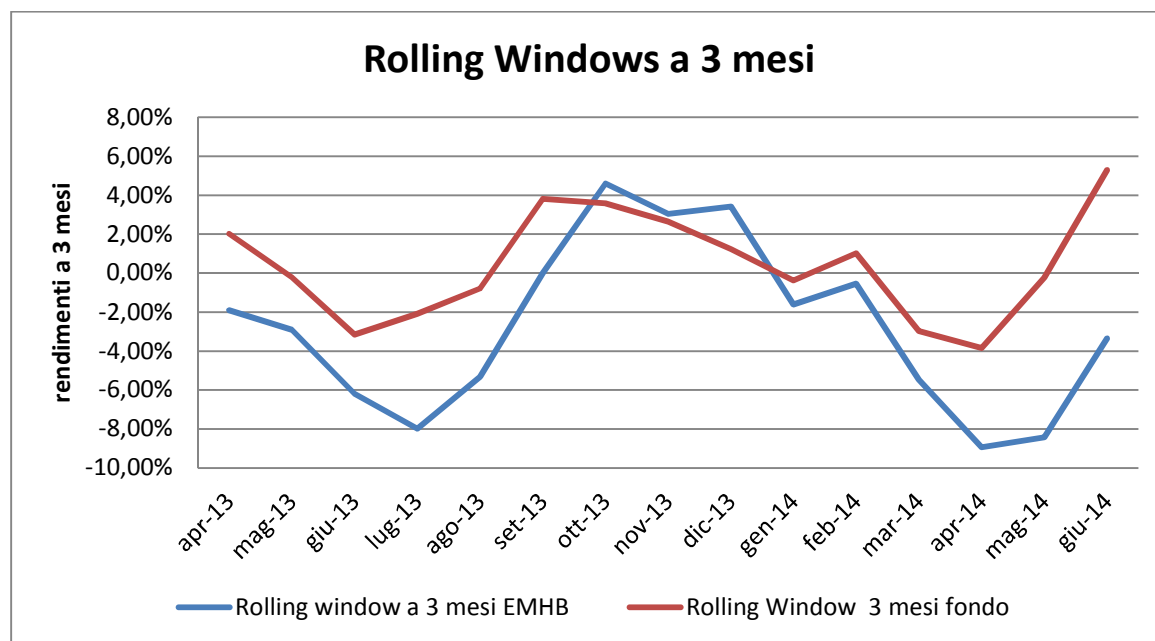


Figura 6.1.5. Rolling Window a 3 mesi.

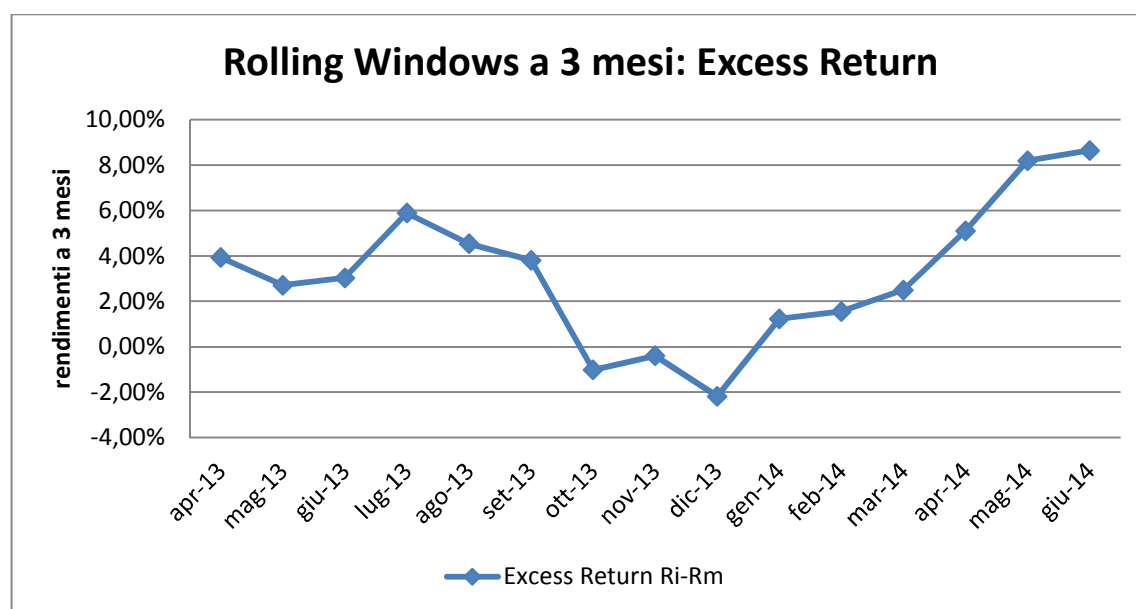


Figura 6.1.6. Rolling Windows a 3 mesi: Ri-Rm

³⁸ Ad esempio: calcolo del rendimento trimestrale dal 31/01/13 al 30/04/13, poi 28/02/13-31/05/13, e così via spostandosi ogni volta di un mese. Si ottengono così 15 osservazioni per le rolling trimestrali e 12 osservazioni per quelle semestrali.

In ottica di rendimenti trimestrali si può affermare che il fondo abbia sempre fatto meglio dell'indice con tre sole eccezioni in ottobre, novembre e dicembre 2013. Solo in questi tre mesi, infatti, i rendimenti presentano valori minori rispetto all'indice. Il fondo non è dunque stato in grado di sovraperformare consistentemente il *benchmark* ma da questi grafici si può vedere comunque un buon andamento (15 mesi su 18 presenta rendimenti maggiori).

Tramite i grafici in figura 6.1.7 e 6.1.8 si osserva l'andamento dei rendimenti semestrali e la capacità del fondo di sovraperformare consistentemente il *Benchmark* in tutti i periodi. Si può quindi ritenere che in ottica di rendimenti a sei mesi il fondo sia sempre migliore dell'indice EMHB Russia.

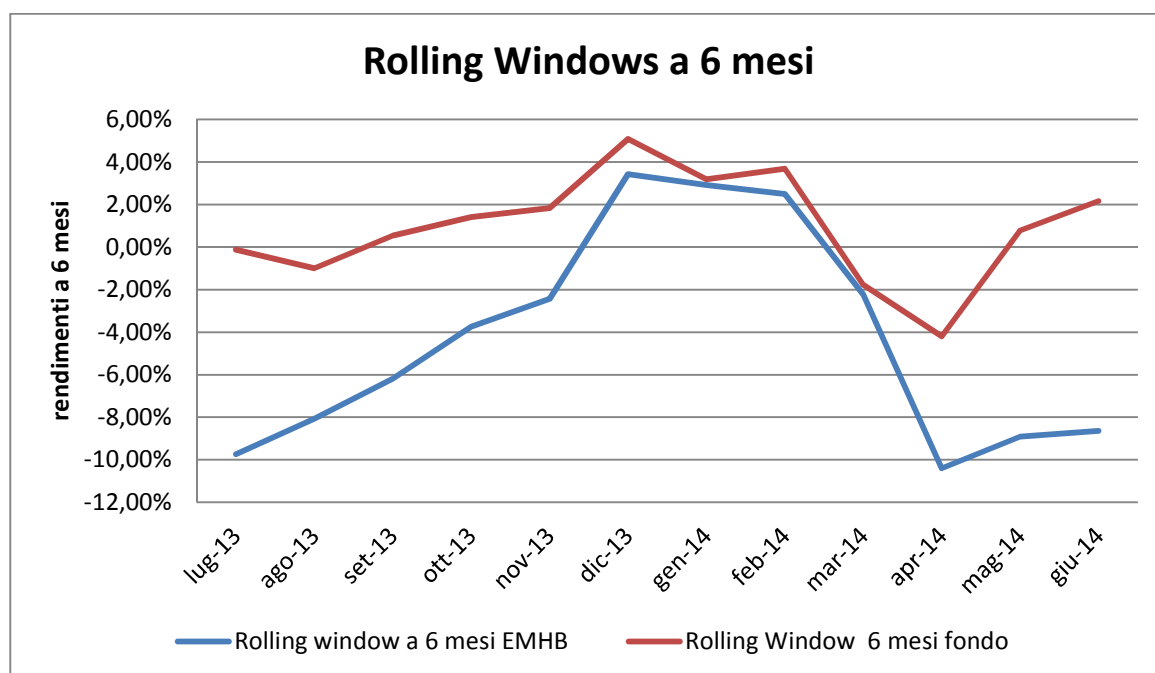


Figura 6.1.7. Rolling Windows a 6 mesi.

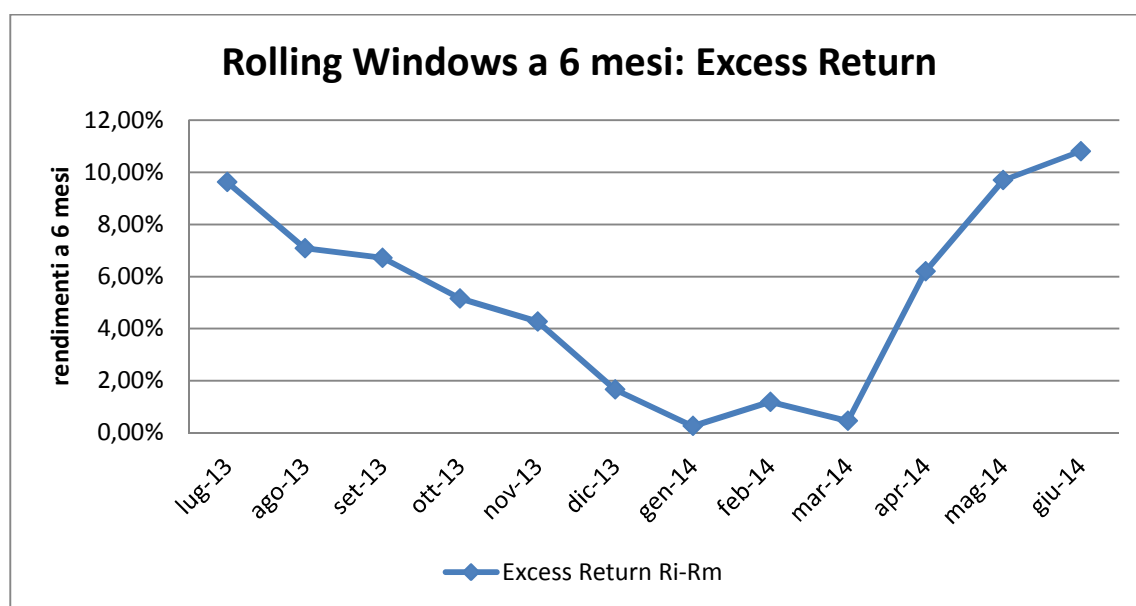


Figura 6.1.8. Rolling Windows a 6 mesi: Ri-Rm

6.2. Gli indicatori della performance

Le analisi di performance sono effettuate su tre differenti intervalli temporali:

- 18 mesi: la durata dell'investimento;
- 12 mesi: l'intervallo annuale;
- 6 mesi: l'intervallo semestrale.

Le misure utilizzate sono sia misure di *Absolute Performance* sia misure di *Relative Performance*.

Si è fatto uso dell'indice di *Sharpe* per esprimere il rendimento del portafoglio titoli, al netto del rendimento *risk free*, in rapporto al rischio (volatilità, deviazione standard) del portafoglio stesso. Viene così indicato il rendimento in termini percentuali per ogni unità di rischio dell'investimento. Tramite l'indice di *Treynor* anziché suddividere l'*excess return* per la deviazione standard lo si rapporta al beta (che rappresenta il rischio sistemico non diversificabile). È un rapporto tra surplus generato dalla gestione e rischio assunto, quindi maggiore è e maggiore è l'appetibilità dell'investimento. Un indice elevato è un indicatore di un'elevata capacità del portafoglio di remunerare l'esposizione al rischio sistemico (Beta);

Tramite l'*Alpha di Jensen* si esprime il rendimento incrementale (o extra-rendimento) di un portafoglio o di un fondo comune di investimento rispetto al rendimento che tale portafoglio avrebbe dovuto produrre sulla base del suo livello di rischio sistemico misurato dal beta.

Con l'indice M^2 si eguaglia la volatilità del portafoglio gestito con quella del mercato creando un ipotetico portafoglio formato da *risk free* e il portafoglio stesso. È quindi la distanza verticale (la differenza nel rendimento atteso) tra il portafoglio p e il mercato. Il T^2 invece è il rendimento differenziale che indica il rendimento in eccesso del portafoglio confrontato con il benchmark dopo l'aggiustamento per il rischio sistemico.

Tramite l'indice di *Sortino* si visiona il *trade-off* tra il rendimento in eccesso del fondo (*Excess return*) e la misura di *downside risk*. Il *Downside Risk* esprime la possibilità che il rendimento si posizioni al di sotto delle aspettative minime accettabili. Un elevato indice di *Sortino* indica che la variabilità dei rendimenti non si concentra prevalentemente al di sotto del minimo ritenuto accettabile dall'investitore, viceversa un basso indice di *Sortino* indica che la variabilità si concentra sotto il minimo accettabile.

Con l'*Information Ratio*, calcolato come rapporto tra l'extra-rendimento del portafoglio rispetto all'indice di riferimento e la *Tracking Error Volatility* (volatilità dei rendimenti differenziali del portafoglio rispetto al benchmark), si fornisce una misura dell'ammontare di extra-rendimento del portafoglio rispetto al *benchmark* di riferimento per ogni unità di rischio relativo (rappresentato dal *tracking error*) e ciò consente di valutare la capacità del gestore di sovraperformare il *benchmark* in relazione al rischio assunto (rappresentato dallo scostamento rispetto al *benchmark*).

L'indice *Hit Ratio* da una misura di quante volte il gestore ha ottenuto performance migliori rispetto al mercato, ovvero esprime la percentuale di volte in cui il gestore ha prodotto un *Tracking Error* positivo.

Analisi della performance	Rendimento medio	Standard deviation	Beta	Misura di Sharpe	Misura di Treynor
18 mesi	5,73%		1,78%	0,539	3,091
t bill 18 mesi	0,21%				
emhb Russia 18 mesi	-13,13%		2,54%		-5,169
12 mesi	7,37%		2,06%	0,551	3,511
t bill 12 mesi	0,15%				
emhb Russia 12 mesi	-5,51%		2,86%		-1,928
6 mesi	2,24%		2,42%	0,728	0,898
t bill 6 mesi	0,07%				
emhb Russia 6 mesi	-8,64%		2,92%		-2,956
	Misura di Jensen	M ²	T ²	Sortino	Traking error
18 mesi	0,127		0,212	0,236	4,579
t bill 18 mesi					
emhb Russia 18 mesi					-6,388
12 mesi	0,103		0,157	0,188	5,991
t bill 12 mesi					
emhb Russia 12 mesi					-2,709
6 mesi	0,085		0,113	0,117	1,802
t bill 6 mesi					
emhb Russia 6 mesi					-4,170
	Traking error volatility	Traking error volatility ann.	Information Ratio	Information Ratio ann.	Hit Ratio
18 mesi	0,016	0,057	11,454	39,679	78%
t bill 18 mesi					
emhb Russia 18 mesi					
12 mesi	0,019	0,064	6,933	24,017	67%
t bill 12 mesi					
emhb Russia 12 mesi					
6 mesi	0,016	0,054	6,941	24,044	83%
t bill 6 mesi					
emhb Russia 6 mesi					

Tabella 6.2.1. Indicatori di performance.

Osservando il primo blocco della tabella 6.2.1 si evince come in tutti e tre gli intervalli temporali in analisi i rendimenti del fondo siano maggiori e meno rischiosi rispetto al *benchmark* (vedi *standard deviation* sempre minore). Per quanto concerne il rischio non diversificabile (o sistematico), misurato dall'indicatore beta³⁹, si nota come esso sia ad un valore elevato solo nell'analisi degli ultimi 6 mesi. Allargando l'orizzonte temporale ad un anno o a 18 mesi, infatti, si attesta ad un valore di poco superiore a 0,5. Ciò comporta che circa metà del portafoglio è soggetta a rischio non diversificabile e profila l'investimento come poco aggressivo nei confronti del mercato.

La poca propensione a replicare l'indice può essere tra i principali motivi di una così elevata differenza tra i rendimenti mensili cumulati e, più in generale, del rendimento a 18 mesi. Prendendo una posizione poco aggressiva nei confronti del mercato il fondo ha, infatti, potuto assorbire in miglior modo shock sistemici come quello avvenuto a causa della

³⁹ Ottenuto tramite una regressione lineare dei rendimenti mensili del fondo sui rendimenti mensili dell'indice.

crisi di Crimea, non incorrendo in elevatissime perdite che avrebbero inficiato non di poco la performance.

La misura di Sharpe negativa per il *benchmark* palesa una situazione anomala con elevate perdite. Il fondo costruito, a differenza, ha uno *Sharpe* positivo in tutte le scadenze. Si può, a titolo esemplificativo, osservare in figura 6.2.1 come una qualsiasi combinazione risk-free + fondo sia positiva se si utilizza il fondo *TripleP bond opportunity*, negativa utilizzando l'indice.

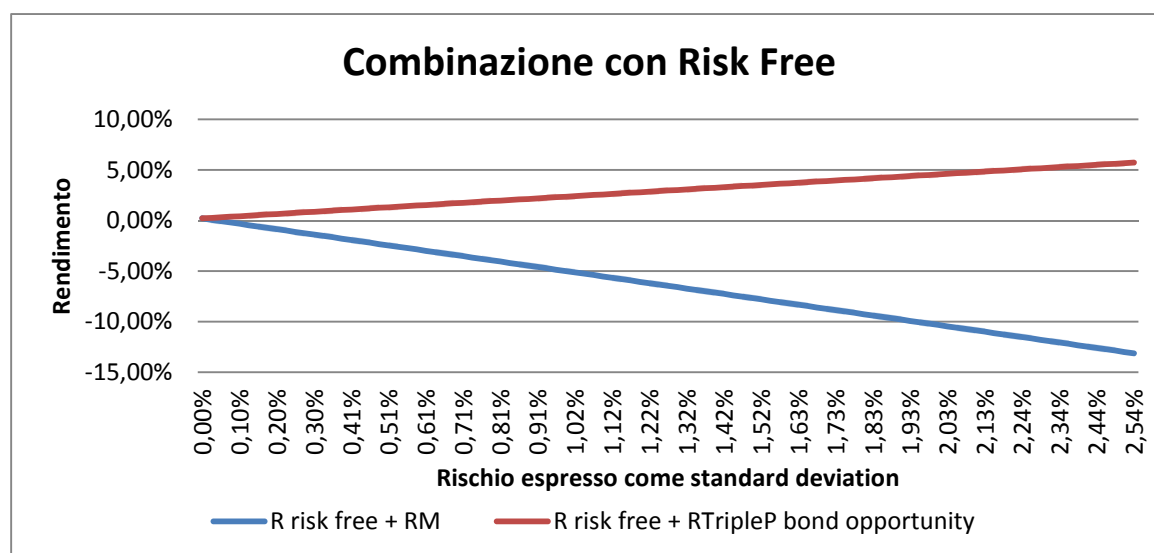


Figura 6.2.1. Sharpe Ratio a 18 mesi, combinazioni Risk Free + Rm e Ri

L'indice di Traynor, che rapporta l'*excess return* al rischio sistemico, ha valore positivo sia a 6, che a 12 e 18 mesi. Il valore a dodici mesi è il più elevato e consente di capire come in ottica annuale (ma anche a 18 mesi) il fondo sia in grado di remunerare ampiamente il rischio assunto (in termini di rischio sistemico).

Il secondo blocco della tabella 6.2.1 permette di osservare i valori dell'Alpha di Jensen. Si può notare come ci sia extra-rendimento elevato in tutti e tre gli archi temporali. Significa che il fondo ha un rendimento superiore a quello commisurato al rischio sistemico beta.

È bene osservare anche la misura di Sortino che indica come il *benchmark* abbia una variabilità dei rendimenti al di sotto del minimo ritenuto accettabile (0). Il fondo *TripleP bond opportunity* ha un indice di Sortino positivo ed elevato in tutte le scadenze, comprovando rendimenti quasi sempre sopra al minimo stabilito.

Nel terzo blocco della tabella 6.2.1 si trovano l'*Information Ratio* e l'*Hit Ratio*. Il primo dimostra come nei 18 mesi (ma anche a 12 e a 6) sia molto elevato l'extra-rendimento offerto per ogni unità di rischio assunta. Il secondo invece mostra, in percentuale, le volte in cui il fondo ha battuto il mercato. A 18 mesi il fondo ha superato il *benchmark* il 78% delle volte, a 1 anno il 67% e a 6 mesi l'83%. Questi valori sintetizzano come l'obiettivo di costruire un portafoglio capace di sovrastare l'indice, nonostante le anomale e non favorevoli situazioni dell'area russa, sia stato conseguito.

6.3. Performance Attribution

Tramite la regressione lineare dei rendimenti mensili del fondo sui rendimenti mensili dell'indice è possibile ottenere dei risultati che permettono di capire quanta percentuale del fondo può essere direttamente imputata all'indice. Il risultato è il seguente.

Statistica della regressione		Performance attribution				
R multiplo	0,7473	Gestore	0,469173133			
R al quadrato	0,5584	R square	0,530826867			
R al quadrato corretto	0,5308					
Errore standard	0,0126					
Osservazioni	18					
ANALISI VARIANZA						
	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>	
Regressione	1	0,0032	0,0032	20,2340	0,0004	
Residuo	16	0,0025	0,0002			
Totale	17	0,0057				
	<i>Coefficienti</i>	<i>Err standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>P value</i>	<i>Inferiore 95%</i>	<i>Superiore 95%</i>
Intercetta	0,0073	0,0031	2,3523	0,0318	0,0007	0,0139
Variabile X 1	0,5387	0,1198	4,4982	0,0004	0,2848	0,7926

Tabella 6.3.1. Riepilogo regressione.

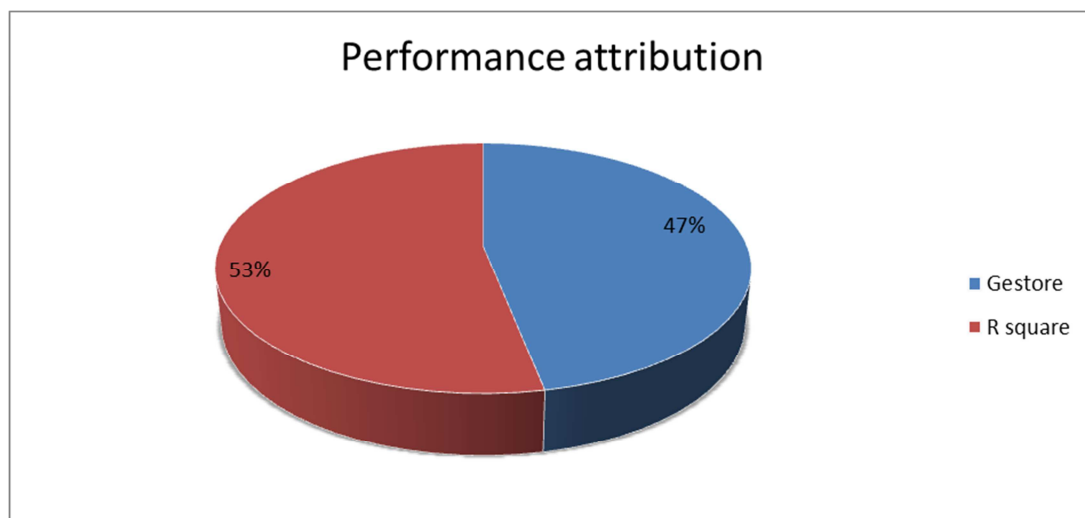


Figura 6.3.1. Performance attribution.

Come si nota in tabella 6.3.1 l'R al quadrato corretto è pari al 53% ed è quella parte di fondo attribuibile al mercato. Il restante 47% si può considerare conseguito grazie all'abilità/fortuna del gestore.

La strategia si profila vincente rispetto all'indice sia in termini di redditività sia in termini di rischiosità. Con soddisfazione di chi scrive esiste quindi una stretta relazione tra i valori di bilancio, l'economia reale di ogni emittente e la finanza e ciò consente di distinguere i titoli in prospettiva più vantaggiosi.

Questa strategia ha inoltre permesso di conseguire rendimenti in una situazione completamente sfavorevole e comprova come un *picking positivo* attento e accurato possa contrastare una *country selection* divenuta estremamente negativa a causa di anomalie e mutamenti del rischio paese.

6.4. Style Analysis

Il monitoraggio della gestione può avvenire secondo due diversi approcci: quello analitico e quello *return based*. Il primo presuppone il monitoraggio continuo delle quote di portafoglio investite nelle diverse *asset classes*. Il secondo è un approccio di tipo statistico e comporta la sola conoscenza dell'universo di titoli o di *asset classes* in cui si ripartiscono le attività in portafoglio.

Disponendo dei pesi effettivi destinati a ciascun titolo in tutti i mesi si procede con un'analisi basata sul primo approccio per vedere come la strategia applicata abbia suddiviso gli emittenti e come nel tempo il reinvestimento delle cedole abbia cambiato i pesi nel portafoglio. Ci si aspetta tuttavia che i pesi non subiscano una variazione elevata e conservino un valore costante nel tempo poiché la strategia in esame è una strategia passiva e non prevede operazioni infraperiodali se non quelle di mero reinvestimento delle cedole negli stessi titoli che le "staccano".

Per la verifica in questione si sono effettuate delle *style analysis* suddividendo l'allocazione del portafoglio in base ai settori e al rating. In figura 6.4.1 è riportato un grafico a torta con i pesi medi dei 18 mesi per ogni settore.

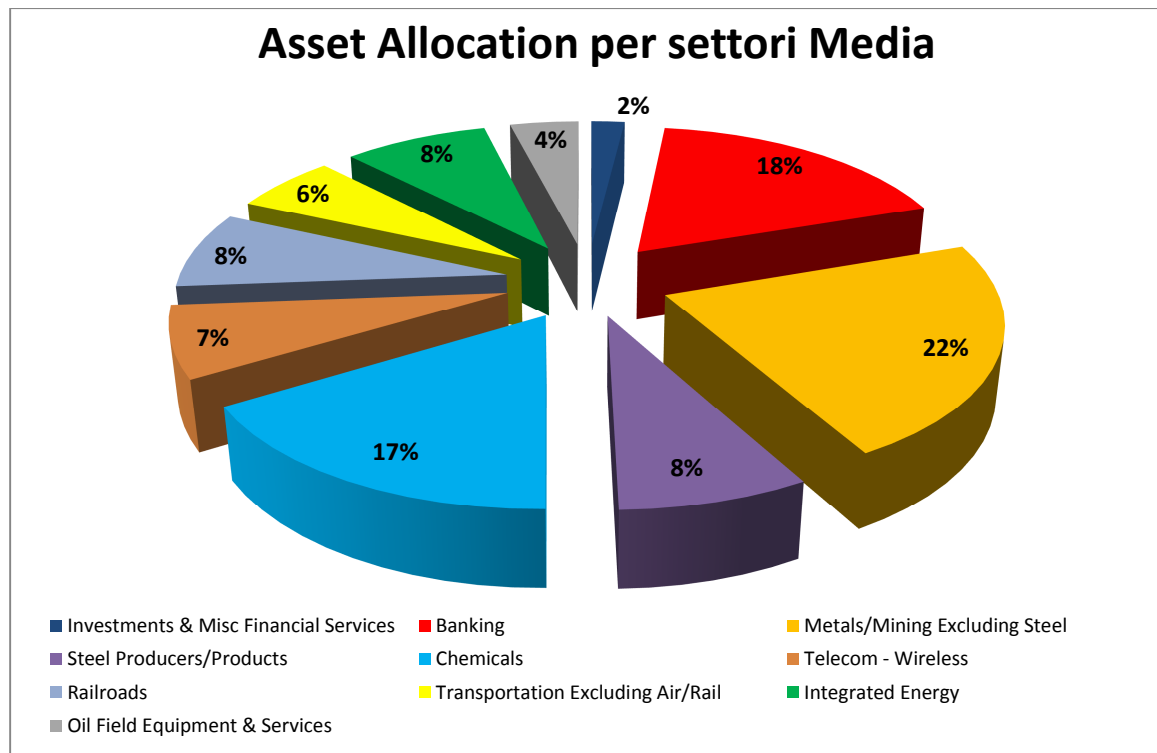


Figura 6.4.1. Sectors Style Analysis.

Nonostante la strategia adottata non configuri la propria selezione di titoli in base alla diversificazione settoriale si può notare come i pesi risultino distribuiti equamente, privilegiando i tre settori chiave dell'economia russa: quello bancario (in piena crescita ed espansione); quello chimico (da sempre leader su scala internazionale); quello minerario estrattivo (grazie alla nota presenza in grandi quantità di materie prime).

Nella figura 6.4.2 è presentata l'allocazione per *rating*.

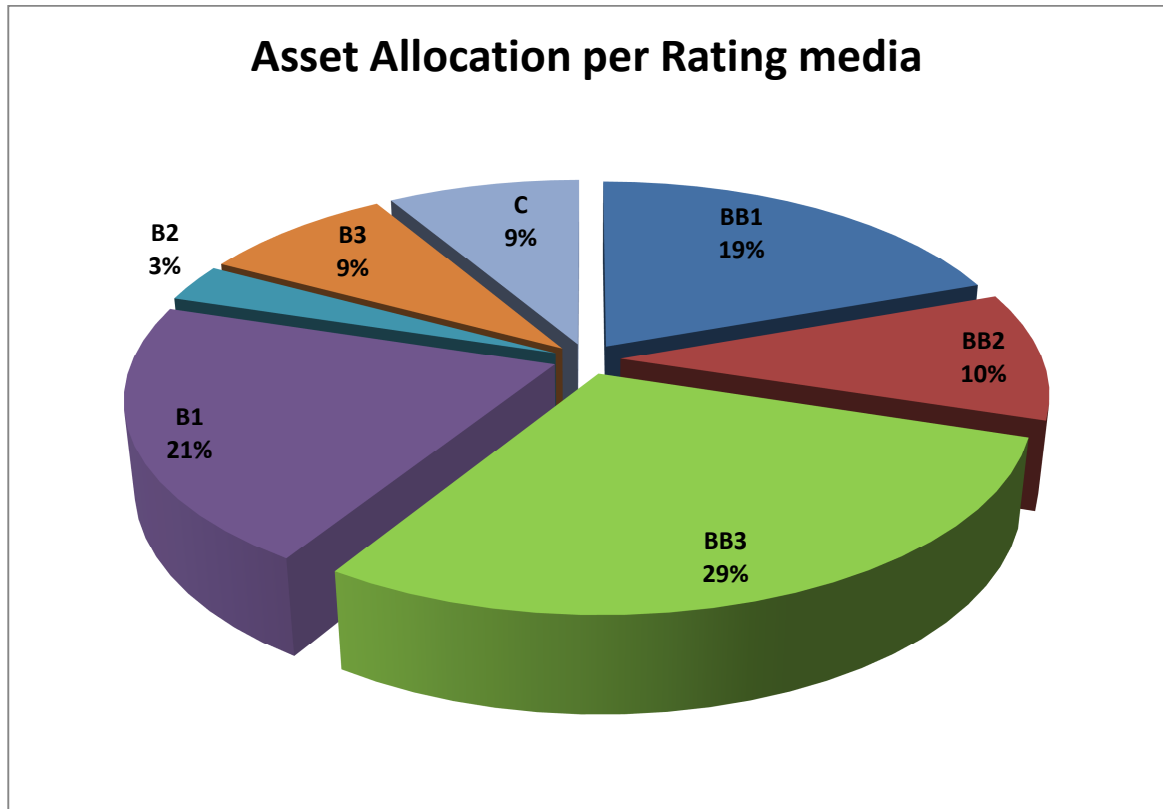


Figura 6.4.2. Ratings Style Analysis.

L'analisi della distribuzione dei pesi per *rating* consente di verificare se la strategia di selezione adottata tende a sovrappesare i titoli con *rating* più elevato e/o sottopesare quelli a basso *rating*. Le analisi degli equilibri aziendali potrebbero, infatti, non discostarsi troppo dai giudizi delle agenzie e il modello quindi selezionerebbe maggiormente i titoli a *rating* elevato.

Se si osserva la figura 6.4.2 che presenta la media dei pesi nei 18 mesi, si nota che la distribuzione risulta sufficientemente diversificata e non sovrappesa in particolar modo i titoli a *rating* più elevato. Le obbligazioni con più alto *rating* (BB1) hanno un peso del 19% sul portafoglio mentre quelle con *rating* più basso (C) del 9%.

Dai risultati ottenuti tramite le *style analysis* si evince come la strategia adottata per la selezione dei titoli presenti nel portafoglio sia stata in grado di diversificare i settori nonostante questo criterio non fosse presente nel modello. Anche l'attribuzione dei pesi sulla base dei *rating* assegnati dalle agenzie mostra una assegnazione equa e in linea con la rischiosità di un investimento di questo tipo.

6.5. La scomposizione della Performance

Dalle analisi svolte sinora è possibile desumere come il fondo non solo presenti una rischioosità minore rispetto al *benchmark* ma è capace di sovraperformarlo nella quasi totalità dei periodi in esame. In ottica di investimento di 18 mesi, ad esempio, il fondo *TripleP* presenta risultati migliori rispetto all'indice per il 78% del tempo.

A questo punto potrebbe sorgere una domanda su come il fondo sia stato in grado di ottenere così eccellenti risultati e a cosa questi potrebbero essere attribuiti. Per dare una risposta a questo quesito si sono effettuate le analisi di *Asset Allocation attribution* e *Security Selection attribution*. Ciò permette di capire quali scelte hanno positivamente o negativamente influenzato la *performance*.

Partendo dal *benchmark* EMHB Russia si suddivide la sua *performance* in base al *rating* dei titoli al suo interno. In questo modo si ottengono le *performance* per ogni comparto (BB1, BB2, BB3, B1, B2, B3 e C) e si può costruire il “*Bogey Portfolio*” ovvero il portafoglio di mercato. Così facendo si può determinare il primo contributo alla *performance* considerato come la differente ripartizione dei pesi assegnati ad ogni macrocategoria di *rating*.

La tabella 6.5.1 riporta la composizione e i rendimenti del *Bogey Portfolio* e del *Managed Portfolio*. I grafici in figura 6.5.1 e 6.5.2 riportano in istogrammi i valori di questa tabella e permettono di fare un'importante considerazione.

Nonostante il fondo sia creato sulla base di analisi fondamentali di ogni emittente e, con il senno di poi, si profila meno rischioso rispetto all'indice, si può notare come l'elevato rendimento ottenuto sia figlio di un'apparente assunzione di rischio maggiore rispetto all'EMHB Russia. Il primo grafico mostra, infatti, il confronto tra l'attribuzione dei pesi per ogni classe di *rating* del fondo e del *benchmark*, palesando una situazione di *overweight* sui titoli più rischiosi.

Il portafoglio nella fase di inizio dell'investimento si profila quindi più rischioso rispetto all'indice, anche se nella realtà dei fatti nei 18 mesi in esame si è mosso meno del mercato, assorbendo meglio le perdite e sfruttando le fasi di mercato favorevoli con maggiore potenzialità. Il secondo grafico in figura 6.5.2 mostra il *trade-off* positivo conseguito in seguito all'assunzione di maggior rischio, ripagato abbondantemente dagli effetti positivi sulla *performance*.

I grafici in questione permettono di trarre un'altra importante considerazione. La strategia adottata si profila come una strategia aggressiva improntata al rendimento ottenibile dal *credit spread*. Questo significa che il gestore non si è affidato alle cedole o alle *redemption* per i propri profitti ma ha “scommesso” sul differenziale di prezzo tra acquisto e vendita del titolo. Per fare ciò sono sovrappesati (rispetto all'indice) titoli a basso *rating* (vedi figura 6.5.1: B2, B3, C), che presentano un potenziale *credit spread* più elevato.

Bogey Portfolio		Benchmark		Return on		Bogey
Component	Index	Weight		Index		Portfolio
						Return
BB1	BB1	26,59%		-7,22%		-1,919%
BB2	BB2	9,96%		-7,92%		-0,789%
BB3	BB3	31,71%		-8,08%		-2,562%
B1	B1	26,10%		-8,32%		-2,173%
B2	B2	2,30%		-5,97%		-0,137%
B3	B3	1,94%		-3,56%		-0,069%
C	C	1,40%		2,02%		0,028%
				Return on Bogey		-7,621%
		Actual				
Managed Portfolio		Portfolio		Actual		Portfolio
Component		Weight		Return		Return
BB1		19,57%		5,09%		0,996%
BB2		10,30%		4,29%		0,442%
BB3		29,07%		4,11%		1,196%
B1		20,81%		3,84%		0,799%
B2		3,01%		6,50%		0,196%
B3		8,63%		9,23%		0,797%
C		8,60%		15,55%		1,338%
				Return on Managed portfolio		5,764%
				Excess Return of managed portfolio		13,384%

Tabella 6.5.1. *Bogey vs Managed Portfolio.*

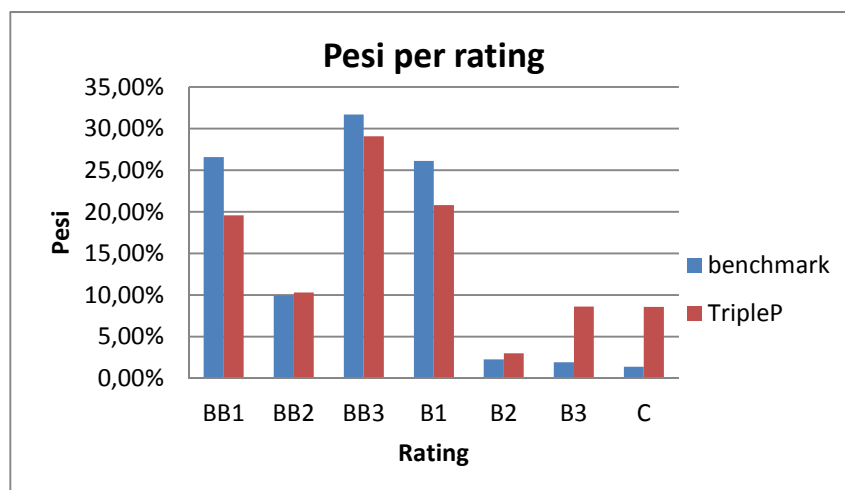


Figura 6.5.1. *Pesi assegnati ad ogni classe di rating.*

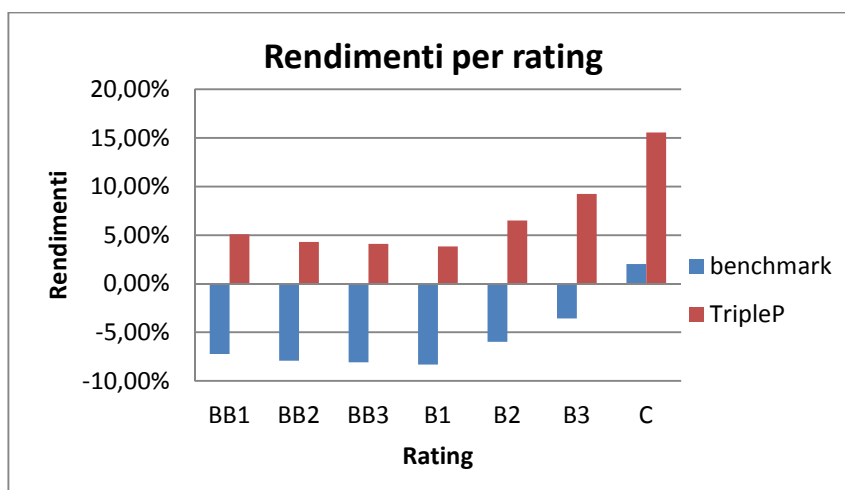


Figura 6.5.2. *Rendimenti per ogni classe di rating.*

Successivamente si analizzano i contributi alla *performance* dell'*Asset Allocation* e della *Security Selection* cioè quella parte attribuibile alla selezione dei titoli all'interno di ogni macroarea. Questa analisi è stata effettuata sia per rating sia per settore e si può osservare in dettaglio in tabella 6.5.2.

		Contribution of Asset Allocation				
Market	Actual Weight in Portfolio	Benchmark Weight	Excess Weight	Index Return	Performance Contribution	
BB1	19,57%	26,59%	-7,02%	-7,216%	0,507%	
BB2	10,30%	9,96%	0,34%	-7,922%	-0,027%	
BB3	29,07%	31,71%	-2,64%	-8,080%	0,213%	
B1	20,81%	26,10%	-5,29%	-8,324%	0,440%	
B2	3,01%	2,30%	0,71%	-5,973%	-0,043%	
B3	8,63%	1,94%	6,69%	-3,562%	-0,238%	
C	8,60%	1,40%	7,20%	2,018%	0,145%	
Contribution of Asset Allocation					0,998%	
		Contribution of Selection			Actual	
Market	Portfolio Performance	Index Performance	Excess Performance	Portfolio Weight	Performance Contribution	
BB1	5,09%	-7,22%	12,31%	19,57%	2,408%	
BB2	4,29%	-7,92%	12,21%	10,30%	1,258%	
BB3	4,11%	-8,08%	12,19%	29,07%	3,545%	
B1	3,84%	-8,32%	12,16%	20,81%	2,531%	
B2	6,50%	-5,97%	12,47%	3,01%	0,376%	
B3	9,23%	-3,56%	12,79%	8,63%	1,104%	
C	15,55%	2,02%	13,53%	8,60%	1,164%	
Contribution of Selection				12,53%	12,387%	
Check: Total contribution					13,384%	
Sector Selection				Difference in	Sector	Sector
Sector	Weights in Portfolio	Weights in EMHBrU	Difference in Weights	Return	Allocation Contribution	
Investments & Misc Financial Services	1,93%	1,83%	0,10%	4,800%	0,005%	
Banking	17,87%	35,06%	-17,19%	5,853%	-1,006%	
Metals/Mining Excluding Steel	22,10%	11,27%	10,84%	4,314%	0,468%	
Steel Producers/Products	7,81%	18,01%	-10,20%	5,044%	-0,515%	
Chemicals	16,73%	2,99%	13,74%	10,192%	1,400%	
Telecom - Wireless	7,35%	22,57%	-15,22%	4,252%	-0,647%	
Railroads	7,88%	2,10%	5,79%	2,914%	0,169%	
Transportation Excluding Air/Rail	6,00%	2,81%	3,20%	3,260%	0,104%	
Integrated Energy	8,34%	3,37%	4,97%	4,188%	0,208%	
Oil Field Equipment & Services	3,98%	0,00%	3,98%	10,601%	0,422%	
Total	100,00%	100,00%			0,607%	
Performance Attribution Summary						
Asset Allocation				0,9976%		
Selection						
Sector Allocation		Returns	Weights			
Security Selection		0,607%				
		11,779%				
		12,387%	100,000%	12,387%		
				0,000%		
Total Excess Return on the Portfolio				13,384%		

Tabella 6.5.2. *Performance Attribution.*

L'*Asset Allocation*, intesa come l'attribuzione di pesi diversi dall'indice per ogni classe di *rating*, ha contribuito alla *performance* totale nella misura dello 0,99%.

La *Selection* dei titoli ha contribuito alla *performance* in misura maggiore e rilevante. Si nota come l'attribuzione di pesi per ogni settore contribuisca alla *performance* per lo

0,6% mentre il restante 11,78% è da ritenersi attribuibile allo *stock picking*, ovvero la selezione dei titoli all'interno di ogni macroarea. Questa selezione, si ricorda, è stata effettuata tramite il modello di partenza improntato sulle analisi fondamentali di ciascun emittente attribuendo differenti pesi per ogni *view*. Questo tipo di selezione si è rivelato vincente permettendo di raggiungere una *excess performance* pari al 13,38% rispetto all'indice.

6.6. L'analisi della Duration per verificare la strategia ex-post

La misura di *Duration*, oltre ad esprimere la sensitività del portafoglio ai movimenti della curva dei tassi, permette alcune analisi che consentono di descrivere ulteriormente la strategia adottata.

Si è detto in precedenza che mensilmente si è effettuato un controllo su questa misura affinché non superasse mai il vincolo arbitrario fissato a 4 anni. Questo ha permesso di avere una *Duration* media iniziale di 3,8 anni e, grazie al *no-rebalancing* del portafoglio, in continua diminuzione di mese in mese fino al raggiungimento del valore finale di 2,70. Nei report riportati in appendice è possibile vedere l'andamento della *Duration* per tutta la durata dell'investimento.

Risulta opportuno per delineare il profilo della strategia e trovare una spiegazione ad alcune scelte in fase di costituzione del portafoglio confrontare la *Duration* del fondo con quella dell'indice sia all'inizio dell'investimento (31 gennaio 2013) sia alla fine dell'analisi (30 giugno 2014). Questo confronto è effettuato tramite l'analisi dei pesi del portafoglio e dell'indice per ogni valore di *Duration*, partendo da 0,5 e proseguendo ad intervalli di 6 mesi (0,5 anni) fino a 8 anni.

In figura 6.6.1 è presentata la situazione al 31 gennaio 2013.

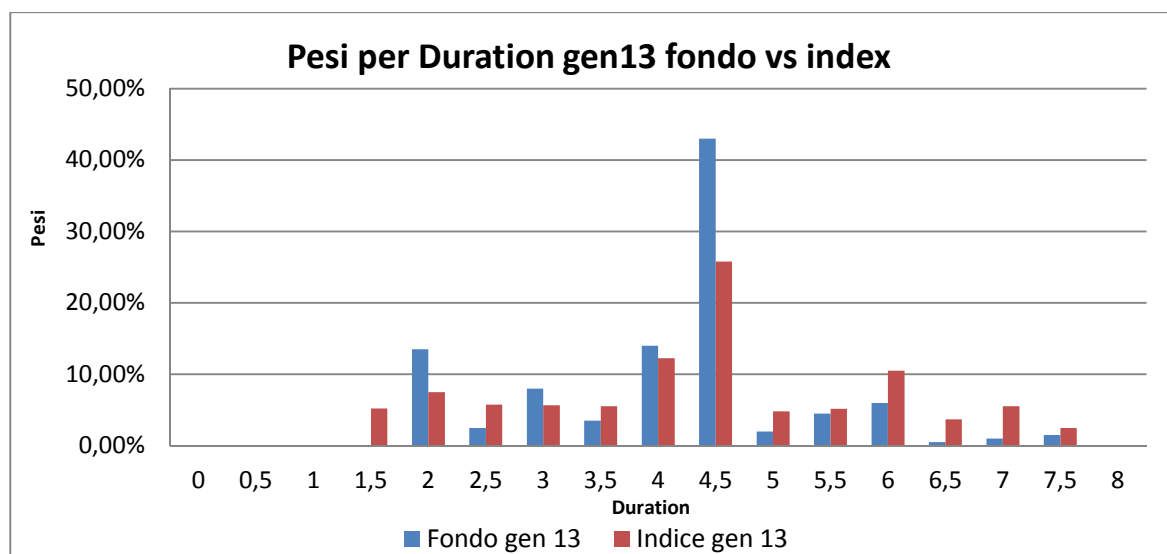


Figura 6.6.1. Confronto pesi per Duration al 31/01/2013.

Con la sola eccezione per i titoli con *Duration* di 1,5 anni (in cui il fondo a differenza dell'indice non investe) la distribuzione dei pesi è ripartita in tutte le scadenze, in linea con l'indice EMHB Russia. Tuttavia l'allocazione per durata media finanziaria del fondo si concentra maggiormente su 2, 4 e 4,5 anni. Ciò significa che la strategia tende a portare ad avere una *Duration* minore rispetto al *benchmark* e ciò permette di essere meno esposti a movimenti della curva dei tassi nominali. Questo porta ad avere una *Duration* di portafoglio al 31 gennaio 2013 pari a 3,8 anni a fronte di quella dell'indice pari a 4,4.

In figura 6.6.2 è presentata la situazione al 30 giugno 2014.

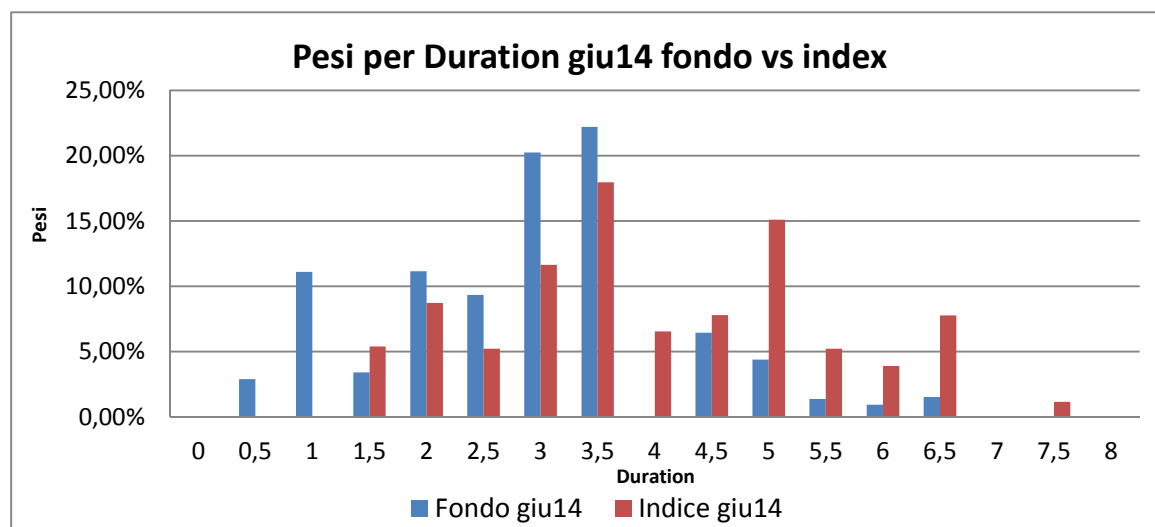


Figura 6.6.2. Confronto pesi per Duration al 30/06/2014.

Al termine delle analisi le misure di *Duration* si presentano differenti rispetto all'inizio dell'investimento. Il fondo ha infatti drasticamente accorciato la durata media finanziaria fino al raggiungimento del valore di 2,7 anni al 30 giugno 2014, a differenza dell'indice che conserva una *Duration* pari a 3,85 anni.

Una misura di *Duration* più bassa può essere in parte dovuta alla strategia adottata, configurandosi come la volontà di non prendere rischi sulla curva dei tassi nominali data la loro permanenza ai minimi storici. Accorciando la durata media finanziaria, infatti, il fondo risulta essere meno sensibile agli scostamenti nella curva dei tassi rendendo la *performance* meno dipendente da questo fattore.

Un'altra indicazione che si può trarre dalla misura di *Duration* è se il gestore stia investendo per arrivare alle *redemption* dei titoli o per i loro *coupon*. Un valore elevato fa presumere che l'obiettivo sia quello di beneficiare delle cedole offerte mentre un valore basso potrebbe essere figlio di una strategia che punta al rimborso del debito.

Il fondo in esame, con un valore pari a 2,7 anni, si posiziona circa a metà di queste due strategie: è in grado quindi di beneficiare degli elevati *coupon* (reinvestendoli nei titoli che li staccano aumentandone la numerosità in portafoglio) ma consegue il suo profitto maggiore come guadagno in conto capitale per il differenziale dei prezzi dei titoli. Si può considerare quindi come una strategia mista orientata però a conseguire profitti derivanti dal *credit spread*.

Conclusioni

L'obiettivo dell'elaborato è di individuare una strategia atta a costruire un portafoglio titoli in grado di sovraperformare l'indice EMHB Russia; e ancora, di assorbire più efficientemente *shock* finanziari causati da situazioni anomale. L'utilizzo di un arco temporale ridotto e comprendente la crisi della Crimea ha permesso di verificare in miglior modo questa capacità.

L'attento studio delle teorie di *pricing* e di gestione di portafogli obbligazionari ha consentito l'impiego dei *bonds high yield* comprendendone le dinamiche e le caratteristiche tecniche di ognuno.

Le *practice* di investimento adottate nella scelta dei titoli *High Yield* da inserire nel proprio portafoglio derivano dall'approfondimento delle tematiche concernenti l'analisi di bilancio e gli indicatori fondamentali che permettono di procedere nello *scoring* di ogni emittente.

Lo *scoring* rappresenta la parte più complessa del lavoro poiché è stato strutturato con attente analisi di ciascuna società, stabilendo un punteggio in grado di sintetizzarne la situazione patrimoniale, finanziaria, economica e monetaria.

Grazie allo *scoring* è stato possibile destinare un peso sull'investimento iniziale di 100 milioni di dollari americani ad ogni emittente, stabilendo precise quantità di bond da acquistare. Queste quantità sono poi incrementate nel corso dell'investimento grazie al re-investimento automatico delle cedole pagate dai titoli. Quest'ultimo è sempre stato effettuato sul titolo che l'ha staccata, per profilare la strategia adottata come una strategia passiva priva di operazioni infraperiodali.

La simulazione di investimento ha mostrato che le *performance* conseguite sarebbero state positive. Analizzando i rendimenti cumulativi si è osservato un andamento in piena contro tendenza rispetto al fondo e questo permette di giudicare, quanto meno nel breve termine, vincente la strategia.

L'investimento iniziale di 100 milioni avrebbe fruttato, nei 18 mesi osservati, un rendimento del 5,73%; valore non trascurabile se si considera il periodo storico e la recente congiuntura economico-finanziaria post-crisi con annessi effetti recessivi tutt'ora presenti, consistenti e senza soluzioni di esito certo. In aggiunta i tassi ai minimi storici (conseguenti a politiche di immissione di liquidità attuate dalla Banca Centrale Europea e dalla *Federal Reserve*) e le difficoltà che questa situazione causa a tutti i gestori di fondi obbligazionari portano la performance generata dal fondo ivi creato ad essere di assoluto rispetto.

La fiducia nel *mispricing* dei titoli, pilotato più da una situazione di macro-area che societaria, ha ricompensato con elevati rendimenti una momentanea esposizione in titoli che ho

visto⁴⁰ vendere a molti. Stando alla strategia qui ipotizzata, infatti, nei periodi di maggiore pressione al ribasso e di vendita, il fondo avrebbe acquistato in massa e a prezzi minimi.

L'analisi ha dimostrato che nel lungo periodo la strategia adottata è redditizia ma è doveroso sottolinearne alcune criticità che potrebbero aprire ad ulteriori approfondimenti sulle tematiche affrontate.

Non sono presenti, ad esempio, operazioni di *hedging* su tassi e cambi. Sui primi si è ritenuto sufficiente in questa sede solo osservare e mantenere un costante controllo sulla misura di *Duration* alla quale è stato assegnato arbitrariamente un valore limite di 4 anni. Questo permetterebbe di avere un portafoglio non troppo sensibile a variazioni della curva dei tassi, ritenute peraltro di bassa entità in questo periodo storico. Tutto ciò è interpretabile come una sorta di *view* sulle curve, stabili secondo chi scrive per un periodo pari a quello dell'investimento. Sui secondi, invece, non si è ritenuta necessaria alcuna copertura poiché i titoli in analisi sono prezzati e staccano le cedole in dollari americani. Il lettore attento potrebbe sottolineare come sarebbe adeguato effettuare una copertura dollaro/franco svizzero o dollaro/euro. In questo caso si è scelto di trascurare questo aspetto per incentrare l'attenzione sulla produttività e profittabilità della strategia in essere ma ciò non preclude l'ipotesi di una copertura in cambi tale da annullarne l'effetto sulla performance⁴¹.

Una ulteriore osservazione riguarda la gestione del portafoglio. La strategia è strutturata come passiva ma, una gestione parzialmente attiva avrebbe potuto incrementarne i risultati. Se, infatti, il reinvestimento delle cedole fosse stato effettuato su titoli diversi da quello di appartenenza si sarebbero meglio colte le opportunità di *mispricing* e di conseguente profitto. Ogni mese si potrebbe reinvestire le cedole nei titoli (ovviamente sempre restando fedeli alle *view* date dal modello) con prezzo al corso secco più lontano dal suo prezzo medio per cogliere in misura più elevata profitti in conto capitale. In questa sede l'obiettivo era quello di costruire una strategia passiva vincente, tuttavia, una sua combinazione con una strategia parzialmente attiva permetterebbe l'ottenimento di profitti maggiori e la creazione di una strategia mista, in parte passiva (perché non si prevedono vendite dei titoli durante l'investimento) e in parte attiva (reinvestendo le cedole in altri titoli).

⁴⁰ Il mio tirocinio presso Swan Asset Management SA è stato proprio nei mesi di marzo e aprile 2014: dai desk della società ho potuto osservare la corsa alla vendita di moltissimi operatori sui titoli Russi e Ucraini, accelerandone il ribasso.

⁴¹ Acquistando dollari spot e rivendendoli allo stesso tasso a termine si azzera l'effetto del cambio sulla strategia.

Ringraziamenti

Questo elaborato e il lavoro svolto per redigerlo hanno permesso di fortificare la mia passione per i mercati finanziari e mi hanno portato ad approfondire tematiche difficili e non sempre di facile comprensione come i bond high yield dei paesi emergenti.

L'esperienza in Swan Asset Management SA si è rivelata fondamentale per convogliare le conoscenze apprese durante il mio percorso accademico in un'esperienza pratica, e ancora, per alimentare la predisposizione al costante apprendimento da me ritenuta necessaria per questa materia. Un particolare ringraziamento va dunque alle persone che ho conosciuto in questa esperienza di tirocinio stimolante, al Presidente Enrico Angella, alla Dottoressa Barbara Vanacore, ad Andrea, Emanuele, Francesco e Samantha e a tutti i colleghi che hanno dedicato parte del loro tempo alla mia formazione, rispondendo a domande tecniche di settore non solo durante la mia permanenza a Lugano ma anche nel corso dello svolgimento della tesi.

Un sentito ringraziamento va alla Professoressa Lorian Pelizzon, che ha seguito il mio percorso di tirocinio con primissima attenzione ed ha saputo aiutarmi a convogliare un'esperienza di questo genere in un elaborato specialistico.

Questo lavoro non sarebbe mai stato così stimolante senza la presenza nella mia esperienza accademica di queste persone: i miei genitori Gilberto Piccoli e Laura Crotti; i miei fratelli Marco e Davide; Claudia Favaretto; Enrico Caporin; tutti i miei familiari; Andrea Carlesso; Marco Bernagozzi; i miei amici tutti e i colleghi di corso incontrati lungo questo cammino accademico di cinque anni. Queste persone hanno sostenuto i miei studi e mi hanno permesso di affrontarli con entusiasmo.

APPENDICE B

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration Tc	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc. Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov	BB3	108,375	2,007778	110,382778	1,92%	4,973	5,345	435	427	18.079	0,095641801		18.079	1.995.555,71
XS085533A289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag	B1	106,7	2,479167	109,179167	0,00%	2,36	6,033	571	571	-	0		-	-
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar	B2	105,25	4,867361	110,117361	2,05%	2,113	8,413	812	811	18.396	0,043262777	89.538,13	19.246	2.119.356,10
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic	B3	107	3,305556	110,305556	1,94%	3,613	12,148	1141	1148	18.242	0,070113248		18.242	2.012.161,14
US0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set	BB1	108	3,622222	111,622222	0,49%	1,836	3,895	366	363	4.497	0,00907877	16.290,55	4.648	518.845,75
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar	B1	112,9	3,4125	116,3125	0,47%	3,764	4,702	406	412	4.310	0,017780232	14.708,26	4.440	516.472,80
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott	BB1	113,375	2,647917	116,022917	0,45%	6,019	5,677	429	431	4.262	0,027293258		4.262	494.547,56
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar	BB2	107,931	3,229167	111,160167	0,49%	5,054	6,019	496	486	4.500	0,024919805	14.532,16	4.635	515.218,96
US021097AA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag	BB3	110,67	2,563889	113,233889	2,83%	1,576	2,465	225	222	26.623	0,044635539		26.623	3.014.631,58
US021097AC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag	BB3	118,25	2,540278	120,790278	2,67%	5,818	4,869	325	365	25.127	0,155516906		25.127	3.035.072,84
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set	BB1	106,66	3,163417	109,823417	2,02%	1,848	3,277	304	297	18.437	0,037321729	58.325,18	18.984	2.084.913,27
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr	BB1	109,4	2,345	111,745	2,86%	3,393	4,439	378	375	26.885	0,112400502		26.885	3.004.256,77
US858058AA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen	BB1	107,6	0,607639	108,207639	1,49%	3,055	3,844	342	337	14.007	0,04552325		14.007	1.515.699,88
US858058AB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr	BB1	102,4	2,196111	104,596111	1,53%	7,155	5,573	388	366	14.340	0,109148435		14.340	1.499.880,51
US298727AA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu	BB2	103	1,124653	104,124653	8,23%	4,172	4,42	372	356	77.334	0,343226451		77.334	8.052.361,52
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag	B1	110,8	2,54375	113,34375	0,47%	2,38	3,976	366	369	4.460	0,011292339		4.460	505.519,32
US30050AAAB8	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott	B1	115,5	3,351389	118,851389	0,45%	4,027	5,956	521	539	4.224	0,018097175		4.224	502.072,76
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott	B1	104,85	2,325	107,175	0,50%	4,244	5,65	488	475	4.705	0,021243795		4.705	504.293,61
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott	B1	107,05	2,610556	109,660556	0,48%	3,485	5,474	492	488	4.556	0,016891149		4.556	499.620,33
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag	B1	103,5	2,502778	106,002778	2,03%	4,96	7,816	674	651	19.087	0,100712091		19.087	2.023.254,10
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov	BB1	109	2,376389	111,376389	1,93%	4,896	5,508	453	446	18.137	0,09446524		18.137	2.020.026,20
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott	B1	107	3,307292	110,307292	3,86%	3,959	7,698	672	652	36.273	0,152767537		36.273	4.001.133,52
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic	B3	98	1,463889	99,463889	6,61%	2,819	8,448	804	768	62.132	0,18632863		62.132	6.179.924,90
XS0271050501	KAZANORGSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set	C	99	4,5	103,5	8,67%	1,73	10,549	1032	996	77.960	0,149999597	350.820,20	81.504	8.435.631,26
US591250AA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen	BB3	105,4	0,722222	106,122222	2,02%	3,013	4,754	433	425	18.979	0,060832462		18.979	2.014.075,96
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic	BB2	127	1,653125	128,653125	1,67%	5,6	4,282	307	325	15.717	0,09362936		15.717	2.021.983,53
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr	B1	106,875	3,159722	110,034722	0,00%	2,287	5,893	559	559	-	0		-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott	B1	107,125	3,472222	110,597222	0,00%	4,458	8,485	754	748	-	0		-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov	B1	112	3,329167	115,329167	0,00%	1,91	6,863	661	686	-	0		-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen	B1	110,625	1,65625	112,28125	0,00%	2,766	7,594	719	737	-	0		-	-
US69360UA889	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott	BB3	105,75	2,975	108,725	0,00%	3,388	6,879	633	628	-	0		-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag	B1	106,75	3,258333	110,008333	0,00%	4,71	8,836	779	769	-	0		-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott	B1	108	2,669444	110,669444	7,80%	3,472	5,564	501	500	73.362	0,270966947		73.362	8.118.907,19
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag	BB3	107,04	2,166667	109,206667	7,84%	3,948	4,796	413	405	73.733	0,309673573		73.733	8.052.104,48
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen	B1	107,25	1,284722	108,534722	0,98%	3,543	7,276	672	676	9.258	0,034894606		9.258	1.004.821,91
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott	B2	107,875	4,210417	112,085417	0,96%	3,787	8,798	807	810	9.024	0,036355083		9.024	1.011.468,11
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr	BB3	105,25	1,851389	107,101389	6,04%	4,04	4,123	345	333	56.736	0,243839879		56.736	6.076.475,05
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago	BB1	99,5	0,337039	99,837039	8,55%	4,413	4,027	329	306	80.393	0,37741585		80.393	8.026.221,62
XS0855211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug	B1	107,125	0,731944	107,856944	4,00%	4,053	6,048	534	528	37.569	0,161983792		37.569	4.052.064,19
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov	BB3	112,25	2,245833	114,495833	0,93%	2,807	4,152	376	382	8.746	0,026117783		8.746	1.001.421,28
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott	BB3	118,375	3,067014	121,442014	0,88%	4,108	5,037	428	446	8.261	0,036100127		8.261	1.003.183,78
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago	BB3	107,25	0,523047	107,773047	1,00%	2,652	3,842	349	344	9.359	0,026403758		9.359	1.008.638,72
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago	BB3	112,7	0,624144	113,324144	0,93%	5,983	5,729	439	439	8.734	0,0555879		8.734	989.730,52
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago	BB3	107,375	0	107,375	1,00%	3,542	4,231	370	364	9.122	0,03537126	28.527,49	9.387	1.007.948,63
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago	BB3	111,75	0	111,75	0,94%	6,65	5,809	426	425	8.538	0,062427238	32.033,66	8.824	986.127,92
						108,3439111				100,00%					Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
															934.102	3,72	604.775,64	940.012	101.425,623

Report 28/02/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		108,25	2,586944	110,836944	1,91%	4,891	5,351	438	427	18.079	0,093368805		18.079	2.003.766,35
XSO855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		107,05	3,208333	110,258333	0,00%	2,282	5,819	550	549	-	0		-	-
XSO8030191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		107	0,388194	107,388194	2,03%	2,149	7,579	729	732	19.246	0,04367432		19.246	2.066.829,62
XSO8086369113	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		109,5	4,472222	113,972222	1,93%	3,563	11,503	1078	1097	18.242	0,06863139		18.242	2.079.047,37
XSO494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		107,38	0,288889	107,668889	0,49%	1,819	4,051	382	376	4.648	0,008928159		4.648	500.469,75
USO1538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		112,62	0,13125	112,75125	0,47%	3,811	4,719	409	413	4.440	0,017869056		4.440	500.659,46
USO1538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		111,75	3,29375	115,04375	0,46%	5,916	5,899	455	449	4.262	0,027412557	14.039,61	4.388	504.827,27
USO1538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		105,875	0,104167	105,979167	0,49%	5,125	6,379	535	516	4.635	0,025082921		4.635	491.205,42
USO2109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		110,21	3,30472	113,513472	2,81%	1,494	2,436	222	215	26.623	0,04200007		26.623	3.022.074,93
USO2109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		117,095	3,186111	120,281111	2,65%	5,724	5,013	375	377	25.127	0,151872227		25.127	3.022.279,10
USO9775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		105,95	0,372167	106,322167	2,00%	1,821	3,505	327	317	18.984	0,036504347		18.984	2.018.444,72
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		108,75	2,903333	111,653333	2,91%	3,845	4,555	391	385	26.885	0,112069986	78.055,91	27.603	3.081.932,11
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		106,5	1,128472	107,628472	1,48%	2,967	4,132	371	364	14.007	0,043884832		14.007	1.507.587,29
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		99,5	2,687778	102,187778	1,56%	7,022	14,340	959	431	14.340	0,109199192	38.542,02	14.727	1.504.928,80
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		101,5	1,551736	103,051736	8,17%	4,079	4,763	408	386	77.334	0,333092614		77.334	7.969.388,71
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		110,7	3,23125	113,93125	0,47%	2,3	3,893	358	359	4.460	0,010832024		4.460	508.139,60
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		114,625	4,143055	118,768055	0,46%	3,94	6,098	537	551	4.224	0,018210443	17.501,82	4.377	519.855,14
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		103,5	2,8875	106,3875	0,51%	4,151	5,939	519	500	4.705	0,021199937	13.586,64	4.837	514.553,85
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		106,25	3,227222	109,477222	0,50%	3,399	5,655	511	504	4.556	0,016849121	14.703,42	4.694	513.935,07
XSO854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		106	3,211111	109,211111	2,02%	4,913	7,337	629	612	19.087	0,099019686		19.087	2.084.490,92
XSO79213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		107,5	2,980556	110,480556	1,92%	4,799	5,77	482	469	18.137	0,091908615		18.137	2.003.778,54
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		107,25	4,088542	111,338542	3,98%	3,882	7,62	689	685	36.273	0,154356237	148.302,09	37.655	4.192.495,26
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		96	2,109722	98,109722	6,56%	2,725	9,203	880	831	62.132	0,178782855		62.132	6.095.787,33
XSO271050501	KAZANORGOSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		103	0,333333	103,333333	8,61%	1,758	8,312	809	795	81.504	0,151299575		81.504	8.422.047,28
US59125QAA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		105,313	1,263889	106,576889	2,00%	2,932	4,742	432	423	18.979	0,058759092		18.979	2.022.705,00
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		127	2,371875	129,371875	1,66%	5,521	4,245	306	320	15.717	0,091625555		15.717	2.033.279,80
US0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		105,585	3,888889	109,473889	0,00%	2,199	6,345	604	599	-	0	-	-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		105,96	4,305555	110,265555	0,00%	4,364	8,712	780	766	-	0	-	-	-
XSO469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		111,25	4,391667	115,641667	0,00%	1,828	7,023	678	698	-	0	-	-	-
XSO524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		110,625	2,59375	113,21875	0,00%	2,687	7,515	711	729	-	0	-	-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		106,5	3,683333	110,183333	0,00%	3,315	6,647	610	606	-	0	-	-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		106,25	4,108333	110,358333	0,00%	4,624	8,923	790	775	-	0	-	-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		106,5	3,315278	109,815278	7,99%	3,38	5,928	538	532	73.362	0,269986039	243.214,69	75.645	8.307.029,86
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		105,75	2,708333	108,458333	7,79%	3,856	5,077	442	430	73.733	0,300219484		73.733	7.996.927,78
XSO802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		107,25	2,055556	109,305556	0,98%	3,463	7,243	669	670	9.258	0,033854351		9.258	1.011.958,34
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		108,375	5,10625	113,48125	1,00%	3,714	8,658	795	798	9.024	0,037057966	46.079,22	9.449	1.072.314,54
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		103,375	2,299306	105,674306	6,12%	3,945	4,548	389	372	56.736	0,24160121	130.452,79	57.998	6.128.862,84
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		98,25	0,663206	98,913206	8,49%	4,322	4,318	359	331	80.393	0,3668984		80.393	7.951.951,70
XSO85211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		105,5	1,377778	106,877778	3,97%	3,959	6,403	571	559	37.569	0,15705628		37.569	4.015.278,02
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		111,9	2,933333	114,833333	0,92%	2,725	4,17	378	382	8.746	0,02516722		8.746	1.004.373,18
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		118,675	3,82743	122,50243	0,87%	4,031	4,924	419	434	8.261	0,035161382		8.261	1.011.943,45
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		107	1,064131	108,064131	0,99%	2,57	3,861	351	344	9.359	0,02539804		9.359	1.011.362,95
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		112	1,269811	113,269811	0,92%	5,894	5,817	451	445	8.734	0,054355844		8.734	989.255,99
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		106,775	0,521217	107,296217	0,99%	3,457	4,353	383	375	9.387	0,034267009		9.387	1.007.209,08
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		111,28	0,625358	111,905358	0,93%	6,563	5,861	435	427	8.824	0,061154684		8.824	987.498,86
							107,8859556			100%					Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
															940.012	3,648611525	744.478,22	947.018	101.680.475,29

Report 31/03/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-qu	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		109,25	3,16611	112,416111	1,95%	4,822	5,149	431	424	18.079	0,094057231	57.238,56	18.602	2.091.212,68
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		107,535	3,93750	111,4725	0,00%	2,206	5,539	528	530	-	0	-	-	-
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		108,5	1,28403	109,784028	2,02%	2,079	6,814	657	668	19.246	0,041956376	-	19.246	2.112.940,66
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		115,75	5,63889	121,388889	1,91%	3,553	9,976	936	985	18.242	0,06790398	-	18.242	2.214.340,00
XS0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set B1		108,25	0,95556	109,205556	0,49%	1,743	3,429	324	321	4.648	0,008495331	-	4.648	507.612,53
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		113,01	0,78750	113,7975	0,47%	3,734	4,575	405	411	4.440	0,017385641	-	4.440	505.305,22
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		113,27	0,06458	113,334583	0,46%	6,059	5,662	447	445	4.388	0,027878928	-	4.388	497.327,22
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		107,77	0,72917	108,499167	0,49%	5,065	6,018	512	501	4.635	0,024615997	-	4.635	502.885,43
US021097AA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		109,94	4,04306	113,983056	2,89%	1,412	2,287	211	206	26.623	0,040866968	107.638,49	27.602	3.146.173,59
US021097AC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		116,24	3,83194	120,071944	2,72%	5,634	5,117	401	404	25.127	0,153332868	96.284,48	25.955	3.116.481,98
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		106,23	0,93042	107,160417	1,99%	1,741	3,22	303	296	18.984	0,034656695	-	18.984	2.034.358,26
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		107,625	0,11167	107,736667	2,89%	3,872	4,79	424	419	27.603	0,112068113	-	27.603	2.973.821,60
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		106,875	1,64931	108,524306	1,47%	2,889	3,963	362	357	14.007	0,042432456	-	14.007	1.520.135,53
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		99,27	0,22944	99,499444	1,54%	7,144	6,002	452	415	14.727	0,11031988	-	14.727	1.465.337,46
US29872PAA66	EUROCHEM M & CC	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		102,4	1,97882	104,378819	8,11%	4,005	4,541	396	379	77.334	0,324763756	-	77.334	8.072.017,16
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		109,49	3,91875	113,40875	0,48%	2,213	4,246	399	401	4.460	0,010719858	17.477,84	4.620	523.912,61
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		112,55	0,18472	112,734722	0,46%	4,004	6,509	589	602	4.377	0,018376894	-	4.377	493.446,86
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		101,625	0,07500	101,7	0,51%	4,188	6,364	573	550	4.837	0,02123949	-	4.837	491.882,28
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		105,5	0,14389	105,643889	0,49%	3,43	5,831	538	531	4.694	0,016883946	-	4.694	495.939,69
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		106	3,91944	109,919444	2,08%	4,833	7,328	641	627	19.087	0,100303012	74.809,65	19.793	2.175.586,54
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		107,95	3,58472	111,534722	1,96%	4,724	5,669	484	475	18.137	0,092823201	65.015,87	18.739	2.090.072,74
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		108,125	0,18229	108,307292	3,95%	3,977	7,394	678	679	37.655	0,157028318	-	37.655	4.078.352,38
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		95	2,75556	97,755556	6,51%	2,637	9,623	929	874	62.132	0,171800027	-	62.132	6.073.782,16
XS0271050501	KAZANORGINSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		103	1,16667	104,166667	8,55%	1,678	8,237	807	795	81.504	0,143405078	-	81.504	8.489.967,07
US591250AA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		105,75	1,80556	107,555556	1,99%	2,854	4,558	422	415	18.979	0,056796139	-	18.979	2.041.278,96
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		125,75	3,09063	128,840625	1,65%	5,429	4,385	335	352	15.717	0,089468973	-	15.717	2.024.930,38
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		106,75	0,24306	106,993056	0,00%	2,215	5,779	554	553	-	0	-	-	-
US65537KAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		106,875	0,13889	107,013889	0,00%	4,498	8,51	772	765	-	0	-	-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		111,125	5,45417	116,579167	0,00%	1,749	6,89	669	691	-	0	-	-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		110,875	3,53125	114,40625	0,00%	2,61	7,351	702	722	-	0	-	-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		106,5	0,14167	106,641667	0,00%	3,365	6,616	617	614	-	0	-	-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		107,5	4,95833	112,458333	0,00%	4,562	8,668	778	771	-	0	-	-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		106,125	0,08611	106,211111	7,93%	3,418	6	555	550	75.645	0,271113037	-	75.645	8.034.390,91
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		105,5	0,00000	105,5	7,97%	3,89	5,116	456	446	73.733	0,31001449	239.631,34	76.004	8.018.433,18
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		108,5	2,82639	111,326389	0,97%	3,394	6,878	640	646	9.258	0,032947887	-	9.258	1.030.667,35
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		109	0,62708	109,627083	0,99%	3,824	8,48	787	796	9.449	0,03788884	-	9.449	1.035.895,49
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		103,125	0,05972	103,184722	6,08%	3,963	4,596	405	389	57.998	0,241007139	-	57.998	5.984.472,78
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		98,275	0,98937	99,264372	8,43%	4,241	4,319	370	344	80.393	0,357505778	-	80.393	7.980.183,07
XS058521591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		105,75	2,02361	107,773611	3,94%	3,881	6,323	573	565	37.569	0,152858212	-	37.569	4.048.933,46
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		112,38	3,62083	116,000833	0,95%	2,648	3,917	360	366	8.746	0,025067587	31.669,09	9.028	1.047.274,01
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		120,09	0,02535	120,115347	0,90%	4,115	4,581	396	414	8.261	0,036993731	37.688,98	8.574	1.029.921,65
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		107,5	1,60521	109,105214	0,98%	2,492	3,604	332	327	9.359	0,024455067	-	9.359	1.021.106,35
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		114,375	1,91548	116,290478	0,92%	5,846	5,448	429	429	8.734	0,053536338	-	8.734	1.015.637,36
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		108,125	1,04243	109,167433	0,98%	3,386	3,948	351	347	9.387	0,033328634	-	9.387	1.024.774,52
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		113	1,25072	114,250717	0,93%	6,509	5,616	427	424	8.824	0,060227569	-	8.824	1.008.195,28
							108,311667		110,1051085	100,00%					Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
															947.018	3,62	727.454,29	953.684	102.018.986,43

Report 30/04/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US82977TAA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov	BB3	107,25	0,270278	107,520278	1,94%	4,874	5,506	429	413	18.602,43	0,094510353		18.602,43	2.000.138,30
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag	B1	107,509	0,291667	107,800667	0,00%	2,214	5,454	505	504	-	0		-	-
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar	B2	107,75	2,179861	109,929861	2,01%	1,996	7,027	666	671	19.246,34	0,040043579		19.246,34	2.115.747,41
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic	B3	116,75	6,805555	123,555555	2,01%	3,486	9,701	877	920	18.241,70	0,07014914	124.144,91	19.305,04	2.385.245,21
XS0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set	BB1	108,25	1,622222	109,872222	0,48%	1,663	3,233	296	290	4.648,23	0,00805757		4.648,23	510.711,35
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar	BB1	111,735	1,44375	113,17875	0,46%	3,645	4,828	400	401	4.440,39	0,016871077		4.440,39	502.557,73
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott	BB1	111,1	0,710417	111,810417	0,46%	5,951	5,967	435	424	4.388,13	0,027220365		4.388,13	490.638,98
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar	BB2	107,137	1,354167	108,491167	0,48%	4,979	6,119	483	466	4.634,92	0,024055201		4.634,92	502.848,35
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag	BB3	109,54	0,345139	109,885139	2,88%	1,386	2,203	198	190	27.602,12	0,039877675		27.602,12	3.033.062,41
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag	BB3	114,275	0,602778	114,877778	2,71%	5,719	5,39	386	381	25.955,12	0,154727456		25.955,12	2.981.666,77
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set	BB1	105,945	1,488667	107,433667	1,98%	1,659	3,227	296	286	18.984,23	0,032829452		18.984,23	2.039.545,70
US85805TAC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr	BB1	106,25	0,67	106,92	2,88%	3,782	5,095	425	413	27.602,69	0,108817091		27.602,69	2.951.279,39
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen	BB1	105,5	2,170139	107,670139	1,46%	2,8	4,361	381	371	14.007,33	0,040882509		14.007,33	1.508.170,94
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr	BB1	96,65	0,721111	97,371111	1,54%	7,017	6,379	445	399	14.727,09	0,107719093		14.727,09	1.433.993,31
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu	BB2	101,275	2,405903	103,680903	8,25%	3,915	4,808	392	368	77.333,86	0,323089017	186.057,77	79.171,02	8.208.522,40
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag	B1	108,275	0,48125	108,75625	0,48%	2,209	4,625	423	421	4.619,68	0,01063732		4.619,68	502.419,53
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott	B1	111,25	0,976389	112,226389	0,46%	3,914	6,76	582	586	4.377,06	0,017857791		4.377,06	491.221,86
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott	B1	99,75	0,6375	100,3875	0,50%	4,091	6,809	584	551	4.836,60	0,020624998		4.836,60	485.534,25
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott	B1	102,75	0,760556	103,510556	0,49%	3,33	6,586	586	568	4.694,45	0,016294946		4.694,45	485.924,87
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag	B1	104,85	0,377778	105,227778	2,06%	4,932	7,536	623	600	19.792,55	0,101753444		19.792,55	2.082.726,49
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov	BB1	107,283	0,563889	107,846889	1,95%	4,796	5,779	458	442	18.739,21	0,093681686		18.739,21	2.020.965,66
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott	B1	108	0,963542	108,963542	3,93%	3,897	7,395	645	640	37.655,38	0,152961336		37.655,38	4.103.063,73
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic	B3	93	3,401389	96,401389	6,71%	2,542	10,478	995	923	62.132,35	0,170654546	211.336,28	64.404,78	6.208.710,30
XS0271050501	KAZANORGSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set	C	103	2	105	8,50%	1,599	8,16	792	778	81.503,68	0,135846956		81.503,68	8.557.886,78
US59125QAA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen	BB3	105,375	2,347222	107,722222	1,98%	2,771	4,638	409	400	18.978,83	0,054818891		18.978,83	2.044.442,09
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic	BB2	122,22	3,809375	126,029375	1,69%	5,31	4,867	343	350	15.716,55	0,089702699	59.870,24	16.206,41	2.042.483,51
US0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr	B1	107,5	0,972222	108,472222	0,00%	2,139	5,359	498	496	-	0		-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott	B1	107,875	0,972222	108,847222	0,00%	4,43	8,283	712	703	-	0		-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov	B1	112,375	0,141667	112,516667	0,00%	1,773	6,051	576	593	-	0		-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen	B1	111,835	4,46875	116,30375	0,00%	2,538	6,939	641	659	-	0		-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott	BB3	107,375	0,85	108,225	0,00%	3,291	6,333	562	558	-	0		-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag	B1	108,75	0,708333	109,458333	0,00%	4,714	8,408	713	706	-	0		-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott	B1	103	0,731944	103,731944	7,89%	3,315	6,858	614	596	75.645,48	0,261391072		75.645,48	7.846.853,12
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag	BB3	104,125	0,541667	104,666667	7,92%	3,799	5,435	458	441	76.004,11	0,300975095		76.004,11	7.955.096,45
US0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen	B1	107,25	3,597222	110,597222	0,97%	3,302	7,247	654	650	9.258,07	0,031865569		9.258,07	1.023.916,67
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott	B2	108,275	1,522917	109,797917	0,98%	3,738	8,623	770	770	9.449,27	0,036818119		9.449,27	1.037.509,75
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr	BB3	100,375	0,507639	100,882639	6,05%	3,861	5,277	442	416	57.997,66	0,23341809		57.997,66	5.850.957,35
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago	BB1	95,875	1,315539	97,190539	8,38%	4,14	4,913	397	361	80.393,23	0,346931719		80.393,23	7.813.460,95
XS0585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug	B1	103,875	2,669444	106,544444	3,92%	3,784	6,762	585	567	37.568,88	0,148184761		37.568,88	4.002.755,04
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov	BB3	110,75	0,183333	110,933333	0,94%	2,654	4,361	386	387	9.028,16	0,024976084		9.028,16	1.001.523,81
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott	BB3	117,75	0,785764	118,535764	0,89%	4,018	5,004	405	416	8.574,44	0,03591202		8.574,44	1.016.377,61
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago	BB3	106	2,146297	108,146297	0,98%	2,403	4,094	364	356	9.358,91	0,023442475		9.358,91	1.012.131,93
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago	BB3	110,525	2,561144	113,086144	0,91%	5,715	6,013	443	432	8.733,62	0,05202774		8.733,62	987.651,91
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago	BB3	105,75	1,56365	107,31365	0,98%	3,289	4,566	387	377	9.387,18	0,032182762		9.387,18	1.007.372,73
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago	BB3	108,25	1,876075	110,126075	0,92%	6,356	6,263	448	431	8.824,41	0,058464713		8.824,41	971.797,74
							107,1095333		108,6098972	100,00%						Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
															953.684	3,540274405	581.409,20	959.347	101.216.912,34

Report 31/05/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-que	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente			
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		103,75	0,849444	104,599444	1,93%		4,759	6,177	464	439			18.602,43	0,092037422	18.602,43	1.945.803,69	
XSO855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		105	1,020833	106,020833	0,00%		2,12	6,448	593	593			-	0	-	-	
XSO830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		105,655	3,075694	108,730694	2,00%		1,905	7,903	743	750			19.246,34	0,038117307	19.246,34	2.092.667,83	
XSO808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		111	0,972222	111,972222	2,01%		3,562	11,041	984	1003			19.305,04	0,071489748	19.305,04	2.161.628,48	
XS0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		106	2,288889	108,288889	0,48%		1,572	4,324	400	398			4.648,23	0,0075966	4.648,23	503.351,65	
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		106,12	2,1	108,22	0,46%		3,522	6,205	513	504			4.440,39	0,016258838	4.440,39	480.538,95	
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		103	1,35625	104,35625	0,46%		5,757	7,238	528	495			4.388,13	0,026263651	4.388,13	457.929,10	
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		102	1,979167	103,979167	0,48%		4,841	7,094	548	515			4.634,92	0,023268889	4.634,92	481.935,57	
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		108,08	1,084722	109,164722	2,87%		1,299	2,849	260	254			27.602,12	0,037276114	27.602,12	3.013.177,37	
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		107	1,248611	108,248611	2,70%		5,548	6,532	466	445			25.955,12	0,1497058	25.955,12	2.809.605,93	
US09775AA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		105,245	2,046917	107,291917	1,97%		1,575	3,48	316	310			18.984,23	0,03108513	18.984,23	2.036.854,68	
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		102,825	1,228333	104,053333	2,87%		3,675	5,945	484	465			27.602,69	0,105460011	27.602,69	2.872.151,68	
US858058AA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		104	2,690972	106,690972	1,49%		2,709	4,831	410	403			14.007,33	0,040470421	37.693,33	14.369,76	1.533.124,06
US858058AB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		91,25	1,212778	92,462778	1,53%		6,837	7,206	493	428			14.727,09	0,104679508	14.727,09	1.361.707,83	
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		98,25	0,270486	98,520486	8,23%		3,909	5,574	441	410			79.171,02	0,321744389	79.171,02	7.799.966,95	
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		105,193	1,16875	106,36175	0,48%		2,112	5,855	534	534			4.619,68	0,010143441	4.619,68	491.357,69	
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		106	1,768056	107,768056	0,46%		3,788	7,969	675	663			4.377,06	0,0172374	4.377,06	471.707,46	
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		95,75	1,2	96,95	0,50%		3,975	7,821	657	607			4.836,60	0,019987407	4.836,60	468.908,43	
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		100,5	1,377222	101,877222	0,49%		3,233	7,243	629	605			4.694,45	0,01577863	4.694,45	478.257,27	
XSO854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		100	1,086111	101,086111	2,06%		4,794	8,497	687	643			19.792,55	0,098645883	19.792,55	2.000.752,32	
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mar-19	1-nov BB1		104,291	1,168056	105,459056	1,95%		4,686	6,356	484	460			18.739,21	0,091291994	18.739,21	1.976.219,55	
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		101,5	1,744792	103,244792	3,91%		3,757	8,978	776	745			37.655,38	0,14707873	37.655,38	3.887.722,01	
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		94,5	0,172222	94,672222	6,70%		2,575	9,927	923	867			64.404,78	0,172414756	64.404,78	6.097.343,68	
XSO271050501	KAZANORGSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		103	2,833333	105,833333	8,47%		1,52	8,078	777	769			81.503,68	0,128795272	81.503,68	8.625.806,49	
US59125QAA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		103	2,888889	105,888889	2,03%		2,675	5,42	470	460			18.978,83	0,054260721	54.827,74	19.511,14	2.066.013,09
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		117,5	0,215625	117,715625	1,68%		5,365	5,563	379	379			16.206,41	0,090393166	16.206,41	1.907.747,48	
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		104	1,701389	105,701389	0,00%		2,04	6,837	634	632			-	0	-	-	
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		103,75	1,805556	105,555556	0,00%		4,305	9,149	768	740			-	0	-	-	
XS04669856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		111,25	1,204167	112,454167	0,00%		1,689	6,378	601	624			-	0	-	-	
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		109,59	5,40625	114,99625	0,00%		2,444	7,632	694	711			-	0	-	-	
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		105	1,558333	106,558333	0,00%		3,194	6,98	603	596			-	0	-	-	
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		104,75	1,558333	106,308333	0,00%		4,585	9,191	759	733			-	0	-	-	
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		100	1,377778	101,377778	7,86%		3,213	7,745	679	653			75.645,48	0,252681139	75.645,48	7.668.771,09	
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		99	1,083333	100,083333	7,90%		3,679	6,767	565	533			76.004,11	0,290700606	76.004,11	7.606.744,25	
XSO802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		103	4,368055	107,368055	1,00%		3,189	8,356	757	733			9.258,07	0,031995719	40.439,75	9.650,69	1.036.175,56
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		105	2,41875	107,41875	0,98%		3,628	9,418	822	808			9.449,27	0,035640555	9.449,27	1.015.028,36	
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		97	0,955556	97,955556	6,03%		3,754	6,174	505	470			57.997,66	0,226351752	57.997,66	5.681.193,37	
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		92,5	1,641706	94,141706	8,36%		4,031	5,801	458	411			80.393,23	0,336908019	80.393,23	7.568.355,43	
XSO855211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		100	3,315278	103,315278	4,04%		3,669	7,748	657	625			37.568,88	0,148053801	124.551,27	38.814,39	4.010.119,39
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		109,25	0,870833	110,120833	0,94%		2,566	4,787	412	418			9.028,16	0,024084352	9.028,16	994.188,43	
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		113,75	1,546181	115,296181	0,89%		3,906	5,816	458	464			8.574,44	0,034819058	8.574,44	988.600,01	
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		104,25	2,687381	106,937381	0,97%		2,312	4,726	413	409			9.358,91	0,022495332	9.358,91	1.000.817,79	
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		106,625	3,206811	109,831811	0,91%		5,581	6,621	470	447			8.733,62	0,050674052	8.733,62	959.229,79	
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		102,75	2,084867	104,834867	0,98%		3,188	5,415	450	436			9.387,18	0,031112337	9.387,18	984.103,94	
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		103,5	2,501433	106,001433	0,92%		6,199	6,958	483	452			8.824,41	0,056870423	8.824,41	935.400,20	
							103,6749778		105,4603192	100,00%								Titoli in portafoglio	Duration media	Totale titoli	Totale valore corrente	
																959.347,15	3,45	257.512	961.880	98.471.007		

Report 30/06/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov	BB3	104,75	1,428611	106,178611	1,93%	4,689	5,966	443	420	18.602	0,090471511		18.602,43	1.975.180,03
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag	B1	107	1,75	108,75	0,00%	2,051	5,463	504	506	-	0		-	-
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar	B2	107,775	3,971528	111,746528	2,00%	1,838	6,761	639	648	19.246	0,036690667		19.246,34	2.150.711,60
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic	B3	113,875	2,138889	116,013889	2,00%	3,513	10,284	911	942	19.305	0,070341378		19.305,04	2.239.653,03
XS0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set	BB1	107,375	2,955556	110,330556	0,48%	1,499	3,312	308	301	4.648	0,007226886		4.648,23	512.841,79
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar	BB1	109,825	2,75625	112,58125	0,46%	3,471	5,209	419	417	4.440	0,01598592		4.440,39	499.904,60
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott	BB1	107,375	2,002083	109,377083	0,46%	5,741	6,519	450	430	4.388	0,026129391		4.388,13	479.961,18
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,75	26-set-19	26-mar	BB2	104,75	2,604167	107,354167	0,48%	4,792	6,547	492	467	4.635	0,023036761		4.634,92	497.578,44
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag	BB3	108,26	1,824306	110,084306	2,86%	1,22	2,354	217	208	27.602	0,034927233		27.602,12	3.088.559,84
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag	BB3	109,25	1,894444	111,144444	2,69%	5,498	6,148	423	407	25.955	0,148009564		25.955,12	2.884.767,63
US09775AA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set	BB1	105,46	2,605167	108,065167	1,97%	1,496	3,192	296	285	18.984	0,029456687		18.984,23	2.051.534,24
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr	BB1	105,5	1,786667	107,286667	2,86%	3,615	5,232	417	405	27.603	0,103495542		27.602,69	2.961.400,39
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen	BB1	105,25	0,086806	105,336806	1,49%	2,715	4,356	372	365	14.370	0,040465175		14.369,76	1.513.665,01
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr	BB1	92,25	1,704444	93,954444	1,53%	6,774	7,057	469	410	14.727	0,103472313		14.727,09	1.383.675,74
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu	BB2	99	0,697569	99,697569	8,21%	3,834	5,383	427	398	79.171	0,314833032		79.171,02	7.893.157,80
US30050AA116	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag	B1	106,619	1,85625	108,47525	0,48%	2,04	5,125	470	471	4.620	0,009774722		4.619,68	501.121,40
US30050AA898	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott	B1	107,38	2,559722	109,939722	0,45%	3,721	7,608	642	635	4.377	0,016892905		4.377,06	481.212,97
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott	B1	97	1,7625	98,7625	0,50%	3,905	7,51	630	585	4.837	0,019589495		4.836,60	477.674,77
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott	B1	100,395	1,993889	102,388889	0,49%	3,152	7,272	639	615	4.694	0,015347324		4.694,45	480.659,27
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag	B1	101	1,794444	102,794444	2,05%	4,726	8,288	664	624	19.793	0,097019163		19.792,55	2.034.564,59
US0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov	BB1	106,125	1,772222	107,897222	1,94%	4,624	5,974	445	425	18.739	0,089873386		18.739,21	2.021.908,86
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott	B1	103,75	2,526042	106,276042	3,91%	3,699	8,392	721	700	37.655	0,144468561		37.655,38	4.001.864,89
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic	B3	92,5	0,818056	93,318056	6,68%	2,481	10,831	1022	949	64.405	0,165732177		64.404,78	6.010.128,91
XS0271050501	KAZANORG SINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set	C	103	3,666667	106,666667	8,45%	1,44	7,992	778	765	81.504	0,121731142		81.503,68	8.693.726,28
US591250AA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen	BB3	104,75	0,180556	104,930556	2,02%	2,688	4,766	413	406	19.511	0,05439687		19.511,14	2.047.314,92
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic	BB2	118	0,934375	118,934375	1,68%	5,292	5,455	364	365	16.206	0,088954634		16.206,41	1.927.499,04
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr	B1	106,25	2,430556	108,680556	0,00%	1,973	5,708	531	532	-	0		-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott	B1	105,75	2,638889	108,388889	0,00%	4,248	8,7	723	704	-	0		-	-
US0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov	B1	112	2,266667	114,266667	0,00%	1,615	5,711	543	562	-	0		-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen	B1	111,26	0,71875	111,97875	0,00%	2,5	6,941	633	653	-	0		-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott	BB3	106,75	2,266667	109,016667	0,00%	3,127	6,432	555	553	-	0		-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag	B1	105,5	2,408333	107,908333	0,00%	4,516	9,025	742	718	-	0		-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott	B1	100,5	2,023611	102,523611	7,85%	3,136	7,588	671	646	75.645	0,246048673		75.645,48	7.755.448,18
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag	BB3	99	1,625	100,625	7,88%	3,598	6,771	570	539	76.004	0,283635234		76.004,11	7.647.913,16
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen	B1	105,75	0,513889	106,263889	1,00%	3,272	7,535	671	668	9.651	0,032751675		9.650,69	1.025.519,60
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott	B2	106,25	3,314583	109,564583	0,98%	3,561	9,077	792	783	9.449	0,03490053		9.449,27	1.035.304,91
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr	BB3	98,75	1,403472	100,153472	6,02%	3,687	5,709	464	435	57.998	0,221791859		57.997,66	5.808.667,36
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago	BB1	95,25	0,010872	95,260872	8,51%	4,053	5,11	394	357	80.393	0,344897924	157.329,54	82.044,98	7.815.676,29
XS0585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug	B1	103,75	0,086111	103,836111	4,03%	3,759	6,767	564	545	38.814	0,151330702		38.814,39	4.030.335,20
US90263MAE49	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov	BB3	109,5	1,558333	111,058333	0,94%	2,487	4,604	402	407	9.028	0,023288256		9.028,16	1.002.652,33
US918242AB40	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott	BB3	115,5	2,306597	117,806597	0,89%	3,841	5,378	418	425	8.574	0,034159536		8.574,44	1.010.125,41
US918242AC23	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago	BB3	104,75	3,228464	107,978464	1,00%	2,234	4,466	398	391	9.359	0,022353922	30.214,92	9.647,36	1.041.707,36
US918242AD06	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago	BB3	106,75	3,852478	110,602478	0,94%	5,503	6,593	462	440	8.734	0,051647935	33.646,10	9.048,81	1.000.820,85
US92718WAA71	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago	BB3	104,75	2,606083	107,356083	0,97%	3,121	4,795	395	386	9.387	0,030387219		9.387,18	1.007.771,05
US92718WAB54	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago	BB3	103,75	3,126792	106,876792	0,92%	6,123	6,916	472	442	8.824	0,056041784		8.824,41	943.124,73
							105,1105333		107,0762524	100,00%					Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
															961.880	3,40	221.191	964.135	99.885.334

Report 31/07/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		103,25	2,00778	105,25778	1,92%	4,594	6,262	454	429	18.602	0,088084809		18.602	1.958.050,30
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		107,25	2,479167	109,729167	0,00%	1,973	5,237	473	476	-	0		-	-
XS0830191234	TYS BANK	Banking	10,75	18-set-13	18-mar B2		106,45	4,867361	111,317361	2,07%	1,751	7,297	686	691	19.246	0,036323852	93.678,88	20.126	2.240.413,99
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		112,25	3,305556	115,555556	1,99%	3,42	10,643	930	954	19.305	0,068051428		19.305	2.230.804,89
US0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		107	3,622222	110,622222	0,50%	1,417	3,319	306	299	4.648	0,007018696	16.836,92	4.806	531.604,42
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		109,525	3,4125	112,9375	0,47%	3,388	5,242	406	402	4.440	0,015989311	15.152,83	4.579	517.111,44
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		105,375	2,647917	108,022917	0,45%	5,632	6,834	464	440	4.388	0,025473159		4.388	474.018,92
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		105	3,229167	108,229167	0,49%	4,715	6,489	467	445	4.635	0,023217729	14.966,94	4.777	517.061,23
US021097AA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		107,98	2,563889	110,543889	2,85%	1,139	2,159	196	187	27.602	0,032404587		27.602	3.051.245,30
US021097AC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		108,81	2,540278	111,350278	2,68%	5,412	6,207	411	396	25.955	0,144784224		25.955	2.890.110,07
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		105,049	3,163417	108,212417	2,02%	1,413	3,283	303	292	18.984	0,028481362	60.055,04	19.556	2.116.193,19
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		106,375	2,345	108,72	2,85%	3,541	4,978	375	364	27.603	0,10074365		27.603	3.000.964,23
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		105,77	0,607639	106,377639	1,48%	2,637	4,119	335	329	14.370	0,039057113		14.370	1.528.621,53
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		91,25	2,196111	93,446111	1,52%	6,674	7,224	470	408	14.727	0,101307962		14.727	1.376.189,47
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		97,87	1,124653	98,994653	8,16%	3,744	5,69	440	409	79.171	0,305521962		79.171	7.837.507,23
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		106,284	2,54375	108,82775	0,48%	1,958	5,174	467	467	4.620	0,009323208		4.620	502.749,84
US30050AB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		106,62	3,351389	109,971389	0,45%	3,635	7,771	641	632	4.377	0,016399382		4.377	481.351,58
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		96,125	2,325	98,45	0,50%	3,816	7,754	636	589	4.837	0,019023436		4.837	476.163,33
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		100,905	2,610556	103,515556	0,48%	3,075	7,11	608	584	4.694	0,014878871		4.694	485.948,34
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		100,875	2,502778	103,377778	2,04%	4,645	8,312	648	610	19.793	0,094760629		19.793	2.046.110,26
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		106,3	2,376389	108,676389	1,93%	4,546	5,924	421	404	18.739	0,087805379		18.739	2.036.509,84
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		102,25	3,307292	105,557292	3,88%	3,605	8,77	742	715	37.655	0,139917713		37.655	3.974.800,08
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		93,25	1,463889	94,713889	6,64%	2,406	10,579	986	918	64.405	0,159718089		64.405	6.100.027,23
XS0271050501	KAZANORGINSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		103	4,5	107,5	8,77%	1,361	7,9	766	754	81.504	0,119329269	366.766,58	85.065	9.144.436,35
US591250AA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		104,5	0,722222	105,222222	2,01%	2,606	4,81	405	397	19.511	0,052407985		19.511	2.053.005,65
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		115,25	1,653125	116,903125	1,67%	5,182	5,873	388	386	16.206	0,086561458		16.206	1.894.579,78
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		105,5	3,159722	108,659722	0,00%	1,889	5,966	549	548	-	0		-	-
US65537KAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		104,25	3,472222	107,722222	0,00%	4,152	9,018	737	713	-	0		-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		111,625	3,329167	114,954167	0,00%	1,535	5,625	530	549	-	0		-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		109,5	1,65625	111,15625	0,00%	2,41	7,482	676	690	-	0		-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		107,25	2,975	110,225	0,00%	3,051	6,244	522	518	-	0		-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		106	3,258333	109,258333	0,00%	4,443	8,911	712	692	-	0		-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		99,625	2,669444	102,294444	7,80%	3,049	7,865	683	654	75.645	0,237728258		75.645	7.738.112,73
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		97,25	2,166667	99,416667	7,83%	3,503	7,273	604	565	76.004	0,274421144		76.004	7.556.074,89
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		105,75	1,284722	107,034722	0,99%	3,193	7,502	655	650	9.651	0,031761248		9.651	1.032.958,67
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		105,5	4,210417	109,710417	0,97%	3,475	9,251	792	780	9.449	0,033849403		9.449	1.036.682,94
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		99,475	1,851389	101,326389	5,98%	3,611	5,516	428	401	57.998	0,215863077		57.998	5.876.693,81
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		94,25	0,337039	94,587039	8,46%	3,964	5,394	404	365	82.045	0,335217		82.045	7.760.391,68
XS0585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		103,5	0,731944	104,231944	4,00%	3,677	6,814	551	532	38.814	0,147104772		38.814	4.045.699,22
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		109,875	2,245833	112,120833	0,93%	2,41	4,366	367	371	9.028	0,022426249		9.028	1.012.244,75
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		114,375	3,067014	117,442014	0,88%	3,753	5,579	421	426	8.574	0,033168408		8.574	1.006.999,32
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		105,25	0,523047	105,773047	0,99%	2,225	4,187	360	354	9.647	0,022124781		9.647	1.020.430,90
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		103,25	0,624144	103,874144	0,93%	5,576	7,174	502	472	9.049	0,052006141		9.049	939.937,43
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		104	0	104	1,00%	3,126	4,995	401	389	9.387	0,031155319	29.358,41	9.669	1.005.625,30
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		101	0	101	0,94%	6,218	7,344	498	461	8.824	0,058656719	33.109,19	9.152	924.374,69
							104,4841778		106,8182089						Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
															964.135	3,31	629.925	970.196	100.421.805

Report 31/08/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		105,58	2,586944	108,166944	1,90%	4,537	5,773	427	411		0,0862978		18.602	2.012.167,86
XSO855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		107,4	3,208333	110,608333	0,00%	1,894	5,042	466	470		0		-	-
XSO830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		107,013	0,388194	107,401194	2,06%	1,761	6,869	655	662	20.126	0,03623982		20.126	2.161.595,78
XSO808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		111,75	4,472222	116,222222	1,97%	3,337	10,73	959	987	19.305	0,065870091		19.305	2.243.674,90
XSO49493806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		106,84	0,288889	107,128889	0,49%	1,387	3,179	299	291	4.806	0,006815284		4.806	514.816,91
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		110,072	0,13125	110,20325	0,47%	3,432	5,051	407	409	4.579	0,016067731		4.579	504.592,02
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		106	3,29375	109,29375	0,46%	5,561	6,725	473	453	4.388	0,025726662	14.453,41	4.524	494.498,03
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		103,25	0,104167	103,354167	0,49%	4,782	6,829	523	499	4.777	0,023359768		4.777	493.771,08
US021097AA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		107,67	3,303472	110,973472	2,82%	1,058	1,962	181	170	27.602	0,029859969		27.602	3.063.102,70
US021097AC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		111,02	3,186111	114,206111	2,65%	5,361	5,829	393	386	25.955	0,142275521		25.955	2.964.233,57
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		105,288	0,372167	105,660167	2,00%	1,378	2,932	274	263	19.556	0,027554259		19.556	2.066.281,60
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		106,625	2,903333	109,528333	2,90%	3,463	4,883	387	380	27.603	0,100399743	80.139,79	28.354	3.105.598,35
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		106	1,128472	107,128472	1,47%	2,558	3,977	338	335	14.370	0,037584733		14.370	1.539.410,83
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		96,375	2,687778	99,062778	1,55%	6,688	6,434	408	368	14.727	0,103519144	39.583,15	15.138	1.499.593,72
US29872PAA66	EUROCHEM M & CC	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		99,5	1,551736	101,051736	8,10%	3,675	5,257	418	395	79.171	0,297498554		79.171	8.000.368,58
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		107	3,23125	110,23125	0,47%	1,882	4,719	435	436	4.620	0,008889825		4.620	509.233,56
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		108,25	4,143055	112,393055	0,46%	3,57	7,338	619	619	4.377	0,016589136	18.134,41	4.545	510.779,83
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		97,75	2,8875	100,6375	0,51%	3,751	7,336	616	579	4.837	0,019098166	13.965,68	4.979	501.121,62
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		102,25	3,227222	105,477222	0,50%	3,005	6,678	584	570	4.694	0,014879407	15.150,02	4.843	510.785,47
XSO854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		100,875	3,211111	104,086111	2,02%	4,565	8,311	669	634	19.793	0,092385523		19.793	2.060.129,98
XSO779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		105,45	2,980556	108,403556	1,92%	4,457	6,083	459	443	18.739	0,085399484		18.739	2.031.903,12
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		102,5	4,088542	106,588542	4,00%	3,528	8,697	755	733	37.655	0,141259492	153.955,61	39.157	4.173.728,82
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		94	2,109722	96,109722	6,59%	2,331	10,319	976	916	64.405	0,1535047		64.405	6.189.925,55
XSO271050501	KAZANORGINSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		103	0,333333	103,333333	8,70%	1,345	7,792	762	750	85.065	0,116985507		85.065	8.790.000,80
US591250AA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		105,375	1,263889	106,638889	2,00%	2,53	4,438	385	381	19.511	0,050473625		19.511	2.080.646,45
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		116,875	2,371875	119,246875	1,66%	5,121	5,579	379	384	16.206	0,084859966		16.206	1.932.563,55
XSO503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		106	3,888889	109,888889	0,00%	1,812	5,615	527	527	-	0	-	-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		104,375	4,305555	108,680555	0,00%	4,074	8,981	755	735	-	0	-	-	-
XSO469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		111,87	4,391667	116,261667	0,00%	1,457	5,166	493	510	-	0	-	-	-
XSO524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		111,5	2,59375	114,09375	0,00%	2,344	6,627	606	629	-	0	-	-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		106,713	3,683333	110,396333	0,00%	2,967	6,364	553	553	-	0	-	-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		106,75	4,108333	110,858333	0,00%	4,373	8,745	716	703	-	0	-	-	-
US75406KAAS1	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		101,25	3,315278	104,565278	7,99%	2,982	7,343	651	632	75.645	0,238201455	250.785,81	78.122	8.168.888,48
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		99,77	2,708333	102,478333	7,77%	3,443	6,563	554	529	76.004	0,267568742		76.004	7.788.774,08
XSO802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		105,5	2,055556	107,555556	0,99%	3,112	7,543	674	670	9.651	0,030708538		9.651	1.037.985,07
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		103,875	5,10625	108,98125	1,01%	3,38	9,671	855	839	9.449	0,034262325	48.250,32	9.914	1.080.415,03
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		101,09	2,299306	103,389306	6,07%	3,542	5,074	405	386	57.998	0,214826463	133.354,38	59.317	6.132.725,71
US052798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		95	0,663206	95,663206	8,39%	3,888	5,217	408	374	82.045	0,326166666		82.045	7.848.685,78
XSO585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		104,75	1,377778	106,127778	3,97%	3,607	6,469	537	526	38.814	0,143152915		38.814	4.119.284,86
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		110,5	2,933333	113,433333	0,92%	2,333	4,021	349	355	9.028	0,021536506		9.028	1.024.094,21
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		115,75	3,82743	119,57743	0,91%	3,685	5,213	405	417	8.574	0,033375878	32.818,06	8.858	1.059.212,55
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		105,75	1,064131	106,814131	0,99%	2,147	3,891	344	341	9.647	0,022178828		9.647	1.030.474,62
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		107,75	1,269811	109,019811	0,93%	5,556	6,405	445	431	9.049	0,051406143		9.049	986.499,60
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		105,25	0,521217	105,771217	0,99%	3,053	4,576	378	372	9.669	0,030184984		9.669	1.022.752,04
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		105,375	0,625358	106,000358	0,94%	6,206	6,658	447	427	9.152	0,058076408		9.152	970.139,09
							105,3894667		107,8382086	100,00%					Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
															970.196	3,25	800.591	978.000	102.224.456

Report 30/09/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente	
US829777AA16	SISTEMA INTLFD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov	BB3	106,65	3,17	109,816111	1,95%	4,467	5,54	413	402		18,602	0,09	58.897,35	19.155	2.103.492,20
XS085534289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag	B1	107,50	3,94	111,4375	0,00%		1,815	4,86	454			0,00	-	-	-
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar	B2	107,33	1,28	108,614028	2,04%		1,684	6,536	626		20,126	0,03	20,126	2.186.005,72	
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic	B3	113,00	5,64	118,638889	1,96%		3,272	10,366	932		19,305	0,06	19,305	2.290.328,76	
US0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set	BB1	107,12	0,96	108,075556	0,49%		1,308	2,707	253		4,806	0,01	4,806	519.366,20	
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar	BB1	112,12	0,79	112,9115	0,46%		3,366	4,452	356		4,579	0,02	4,579	516.992,39	
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott	BB1	108,75	0,06	108,814583	0,46%		5,717	6,268	436		4,524	0,03	4,524	492.330,05	
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar	BB2	106,50	0,73	107,229167	0,49%		4,736	6,168	466		4,777	0,02	4,777	512.283,77	
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag	BB3	107,40	4,04	111,443056	2,91%		0,977	1,696	155		27,602	0,03	111.596,90	3.191.862,16	
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag	BB3	113,00	3,83	116,831944	2,73%		5,305	5,49	369		25,955	0,14	99.458,57	26.835	3.135.218,70
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set	BB1	105,22	0,93	106,150417	1,99%		1,297	2,761	258		19,556	0,03		19.556	2.075.868,89
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr	BB1	107,25	0,11	107,361667	2,88%		3,493	4,683	376		28,354	0,10		28.354	3.044.164,07
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen	BB1	106,50	1,65	108,149306	1,46%		2,48	3,726	320		14,370	0,04		1.554.079,97	
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr	BB1	97,38	0,23	97,604444	1,54%		6,826	6,287	402		15,138	0,10		15.138	1.477.517,73
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu	BB2	100,88	1,98	102,853819	8,04%		3,604	4,886	391		79,171	0,29		79.171	8.143.041,32
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag	B1	107,38	3,92	111,29875	0,49%		1,804	4,4	408		4,620	0,01	18.103,39	4,788	532.929,13
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott	B1	109,75	0,18	109,934722	0,46%		3,657	6,931	588		4,545	0,02		4,545	499.607,73
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott	B1	100,25	0,08	100,325	0,51%		3,817	6,684	561		4,979	0,02		4,979	499.565,54
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott	B1	103,25	0,14	103,393889	0,49%		3,038	6,344	560		4,843	0,01		4,843	500.696,70
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag	B1	100,88	3,92	104,794444	2,09%		4,485	8,311	679		19,793	0,09	77.575,81	20,562	2.154.739,67
US0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov	BB1	106,31	3,58	109,894722	1,97%		4,386	5,891	450		18,739	0,09	67.174,86	19,371	2.128.780,40
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott	B1	102,50	0,18	102,682292	3,98%		3,607	8,688	764		39,157	0,14		39.157	4.020.770,27
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic	B3	93,50	2,76	96,255556	6,54%		2,247	10,625	1014		64,405	0,15		64.405	6.199.317,96
XS0271050501	KAZANORGSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set	C	103,00	1,17	104,166667	8,64%		1,266	7,66	753		742	0,11		85,065	8.860.887,96
US919125QAA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen	BB3	106,75	1,81	108,555556	1,98%		2,458	3,861	334		19,511	0,05		19.511	2.118.042,81
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic	BB2	120,50	3,09	123,590625	1,65%		5,082	4,962	327		16,206	0,08		16,206	2.002.960,13
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr	B1	105,88	0,24	106,118056	0,00%		1,804	5,562	527		-	0,00	-	-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott	B1	105,12	0,14	105,258889	0,00%		4,195	8,803	747		732	0,00	-	-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov	B1	111,63	5,45	117,079167	0,00%		1,378	4,966	477		493	0,00	-	-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen	B1	112,25	3,53	115,78125	0,00%		2,269	6,219	572		598	0,00	-	-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott	BB3	108,00	0,14	108,141667	0,00%		3,012	5,924	518		524	0,00	-	-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag	B1	107,25	4,96	112,208333	0,00%		4,301	8,629	714		706	0,00	-	-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott	B1	103,38	0,09	103,461111	7,93%		3,027	6,65	590		78,122	0,24		78,122	8.082.628,33
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag	BB3	102,50	0,00	102,5	7,96%		3,491	5,791	486		473	0,28	247.013,34	78,414	8.037.434,21
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen	B1	104,75	2,83	107,576389	0,98%		3,026	7,741	701		696	0,03		9,651	1.038.186,13
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott	B2	102,63	0,63	103,252083	1,01%		3,464	10	898		879	0,03		9,914	1.023.617,39
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr	BB3	102,54	0,06	102,599722	6,02%		3,563	4,67	374		362	0,21		59,317	6.085.890,09
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago	BB1	97,75	0,99	98,739372	8,33%		3,826	4,5	346		324	0,32		82,045	8.101.069,75
XS0585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug	B1	104,75	2,02	106,773611	3,94%		3,527	6,447	545		537	0,14		38,814	4.144.352,47
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov	BB3	111,13	3,62	114,745833	0,95%		2,257	3,658	320		327	0,02	32.689,46	9,322	1.069.698,26
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott	BB3	116,75	0,03	116,775347	0,90%		3,755	4,927	386		402	0,03		8,858	1.034.391,80
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago	BB3	106,75	1,61	108,355214	0,98%		2,072	3,354	296		295	0,02		9,647	1.045.342,00
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago	BB3	109,50	1,92	111,415478	0,92%		5,499	6,105	424		416	0,05		9,049	1.008.177,53
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago	BB3	106,50	1,04	107,542433	0,98%		2,98	4,144	343		343	0,03		9,669	1.039.878,77
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago	BB3	107,25	1,25	108,500717	0,93%		6,154	6,368	427		413	0,06		9,152	993.022,94
									108,1699752	100,00%					Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente	
															978.000	3,23		712.510	984.745	103.464.540

Report 31/10/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTLFD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3	105,500	0,270	105,770278	1,93%		4,521	5,761	431	420		19,155	0,09	19,155	2.025.995,58
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1	106,500	0,292	106,791667	0,00%		1,802	5,227	495	499		-	0,00	-	-
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2	102,250	2,180	104,429861	2,03%		1,578	9,343	910	902		20,126	0,03	20,126	2.101.793,65
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3	107,750	6,806	114,555555	2,07%		3,141	11,738	1070	1083		19,305	0,07	131.381,53	2.351.179,49
US0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1	106,950	1,622	108,572222	0,49%		1,227	2,516	235	232		4,806	0,01	4,806	521.752,97
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1	110,750	1,444	112,19375	0,46%		3,276	4,759	389	398		4,579	0,02	4,579	513.706,00
US01538RA B50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1	106,875	0,710	107,585417	0,46%		5,613	6,562	454	442		4,524	0,03	4,524	486.768,70
US01538RA C34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2	105,250	1,354	106,604167	0,48%		4,643	6,402	484	471		4,777	0,02	4,777	509.297,85
US021097AA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3	106,510	0,350	106,86	2,89%		0,93	2	185	179		28,641	0,03	28,641	3.060.597,97
US021097AC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3	110,875	0,603	111,477778	2,71%		5,384	5,818	392	388		26,835	0,15	26,835	2.991.538,12
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1	105,200	1,489	106,688667	1,97%		1,216	2,533	237	231		19,556	0,02	19,556	2.086.394,86
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1	107,625	0,670	108,295	2,86%		3,415	4,543	364	365		28,354	0,10	28,354	3.070.628,06
US858058AA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1	106,125	2,170	108,295139	1,45%		2,397	3,798	332	333		14,370	0,03	14,370	1.556.175,56
US858058RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1	96,375	0,721	97,096111	1,53%		6,729	6,441	402	366		15,138	0,10	15,138	1.469.822,68
US29872PA A66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2	100,625	2,406	103,030903	8,18%		3,521	4,952	399	385		79,171	0,29	190.477,78	81.064.835.093,27
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1	107,010	0,481	107,49125	0,48%		1,791	4,439	417	420		4,788	0,01	4,788	514.697,77
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1	109,875	0,976	110,851389	0,46%		3,579	6,857	580	591		4,545	0,02	4,545	503.773,60
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1	99,750	0,638	100,3875	0,50%		3,733	6,814	573	551		4,979	0,02	4,979	499.876,75
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1	104,140	0,761	104,900556	0,49%		2,963	6,031	531	529		4,843	0,01	4,843	507.992,90
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1	102,000	0,378	102,377778	2,08%		4,605	8,069	649	622		20,562	0,10	20,562	2.105.049,19
US0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1	106,600	0,564	107,163889	1,96%		4,457	5,812	438	430		19,371	0,09	19,371	2.075.881,20
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1	99,250	0,964	100,213542	3,95%		3,499	9,411	853	822		39,157	0,14	39,157	3.924.100,47
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3	90,625	3,401	94,026389	6,74%		2,147	12,111	1168	1076		64,405	0,14	219.065,71	66.822.628.036,76
XS0271050501	KAZANORGSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C	102,750	2,000	104,75	8,59%		1,185	7,718	760	751		85,065	0,10	85,065	8.910.508,91
US991250AA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3	105,645	2,347	107,992222	1,97%		2,371	4,214	374	375		19,511	0,05	19,511	2.107.051,52
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2	118,000	3,809	121,809375	1,69%		4,975	5,335	356	366		16,206	0,08	61.736,29	2.037.821,78
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1	105,000	0,972	105,972222	0,00%		1,719	5,907	565	566		-	0,00	-	-
US65537AA A00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1	105,500	0,972	106,472222	0,00%		4,119	8,699	732	722		-	0,00	-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1	110,500	0,142	110,641667	0,00%		1,369	5,32	516	531		-	0,00	-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1	111,000	4,469	115,46875	0,00%		2,183	6,576	613	638		-	0,00	-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3	107,000	0,850	107,85	0,00%		2,925	6,182	547	554		-	0,00	-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1	106,750	0,708	107,458333	0,00%		4,42	8,716	717	709		-	0,00	-	-
US75406KA A51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1	102,250	0,732	102,981944	7,88%		2,939	6,993	627	619		78,122	0,23	78,122	8.045.194,66
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3	102,000	0,542	102,541667	7,91%		3,407	5,919	500	489		78,414	0,27	78,414	8.040.701,48
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1	104,000	3,597	107,597222	0,97%		2,941	7,949	727	720		9,651	0,03	9,651	1.038.387,18
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2	100,500	1,523	102,022917	1,00%		3,366	10,596	957	930		9,914	0,03	9,914	1.011.431,72
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3	101,060	0,508	101,567639	5,99%		3,472	5,071	415	403		59,317	0,21	59,317	6.024.670,20
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1	96,875	1,316	98,190539	8,28%		3,738	4,749	371	350		82,045	0,31	82,045	8.056.040,76
XS0585211591	OAOTMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1	104,500	2,669	107,169444	3,92%		3,444	6,493	550	545		38,814	0,13	38,814	4.159.716,49
US90263MA E49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3	110,750	0,183	110,933333	0,94%		2,257	3,671	326	335		9,322	0,02	9,322	1.034.156,88
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3	115,875	0,786	116,660764	0,89%		3,67	5,064	400	418		8,858	0,03	8,858	1.033.376,83
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3	106,500	2,146	108,646297	0,97%		1,99	3,358	302	302		9,647	0,02	9,647	1.048.150,19
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3	107,750	2,561	110,311144	0,91%		5,396	6,382	442	432		9,049	0,05	9,049	998.184,62
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3	106,500	1,564	108,06365	0,98%		2,9	4,096	342	345		9,669	0,03	9,669	1.044.918,66
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3	104,440	1,876	106,316075	0,92%		6,032	6,79	456	437		9,152	0,06	9,152	973.028,61
								106,8239163	100,00%										
															Titoli in portafoglio	Duration media	Totale titoli	Totale valore corrente	
															984.745	3,15	602.661	990.797	103.075.494

Report 30/11/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread		Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		106,75	0,849444	107,599444	1,93%	4,452	5,482	373	367		19.155	0,09		19.155	2.061.032,66
XSO855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		106,625	1,020833	107,645833	0,00%	1,722	5,014	465	469		-	0,00		-	-
XSO830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		103,5	3,075694	106,575694	2,03%	1,505	8,495	819	818		20.126	0,03		20.126	2.144.981,47
XSO808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		107,25	0,972222	108,222222	2,07%	3,262	11,843	1053	1064		20.524	0,07		20.524	2.221.191,88
XSO494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		106,76	2,288889	109,048889	0,48%	1,146	2,316	213	206		4.806	0,01		4.806	524.043,63
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		111	2,1	113,1	0,46%	3,198	4,629	351	362		4.579	0,01		4.579	517.855,48
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		106,875	1,35625	108,23125	0,46%	5,534	6,551	422	415		4.524	0,03		4.524	489.690,77
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		106,625	1,979167	108,604167	0,48%	4,577	6,111	424	418		4.777	0,02		4.777	518.852,78
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		106	1,08	107,08	2,88%	0,85	1,94	179	170		28.641	0,02		28.641	3.066.899,03
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		110,85	1,248611	112,098611	2,70%	5,304	5,803	359	360		26.835	0,14		26.835	3.008.198,35
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		105	2,05	107,05	1,97%	1,13	2,42	224	215		19.556	0,02		19.556	2.093.461,06
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		107,625	1,228333	108,853333	2,85%	3,335	4,501	334	337		28.354	0,10		28.354	3.086.459,20
US858058AA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		106,5	2,690972	109,190972	1,48%	2,319	3,578	294	297		14.370	0,03	38.668,63	14.733	1.608.694,15
US858059AB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		96,625	1,212778	97,837778	1,52%	6,652	6,406	369	341		15.138	0,10		15.138	1.481.049,90
US29872PAA66	EUROCHEM M & CC	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		100,375	0,270486	100,645486	8,16%	3,527	5,018	379	366		81.064	0,29		81.064	8.158.721,92
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		106,15	1,16875	107,31875	0,48%	1,706	4,748	438	441		4.788	0,01		4.788	513.871,79
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		109,125	1,768056	110,893056	0,46%	3,494	7,007	568	578		4.545	0,02		4.545	503.962,96
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		99,55	1,2	100,75	0,50%	3,65	6,869	551	530		4.979	0,02		4.979	501.681,81
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		104,1	1,377222	105,477222	0,49%	2,883	6,013	507	507		4.843	0,01		4.843	510.785,47
XSO854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		102,5	1,086111	103,586111	2,07%	4,531	7,955	607	586		20.562	0,09		20.562	2.129.894,43
XSO779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		107,5	1,168056	108,668056	1,95%	4,385	5,603	386	383		19.371	0,09		19.371	2.105.018,55
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		100	1,744792	101,744792	3,94%	3,426	9,274	778	775		39.157	0,14		39.157	3.984.060,22
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		91,27	0,172222	91,442222	6,73%	2,16	11,92	1134	1051		66.822	0,15		66.822	6.110.357,40
XSO271050501	KAZANORGINSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		103	2,833333	105,833333	8,56%	1,107	7,358	721	713		85.065	0,09		85.065	9.002.662,12
US591250AA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		105,875	2,888889	108,763889	2,02%	2,291	4,055	343	346		19.511	0,05	56.365,52	20.044	2.180.011,12
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		118	0,215625	118,215625	1,68%	5,076	5,304	322	334		16.730	0,09		16.730	1.977.699,79
XSO503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		104,25	1,701389	105,951389	0,00%	1,636	6,216	588	587		-	0,00		-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		104,876	1,805556	106,681556	0,00%	4,034	8,826	715	705		-	0,00		-	-
US0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		109,5	1,204167	110,704167	0,00%	1,286	5,616	542	555		-	0,00		-	-
XSO524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		111	5,40625	116,40625	0,00%	2,104	6,448	586	610		-	0,00		-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		106,77	1,558333	108,328333	0,00%	2,844	6,205	527	535		-	0,00		-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		106,5	1,558333	108,058333	0,00%	4,338	8,751	690	684		-	0,00		-	-
US75406KAA51	QJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		102,75	1,377778	104,127778	7,86%	2,863	6,806	586	582		78.122	0,23		78.122	8.134.709,94
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		101,81	1,083333	102,893333	7,89%	3,325	5,962	479	469		78.414	0,26		78.414	8.068.277,02
XSO802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		103,5	4,368055	107,868055	1,01%	2,858	8,088	726	712		9.651	0,03	42.154,73	10.058	1.084.934,71
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		99,25	2,41875	101,66875	1,00%	3,275	10,964	968	934		9.914	0,03		9.914	1.007.920,59
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		100,52	0,955556	101,475556	5,97%	3,387	5,221	405	393		59.317	0,20		59.317	6.019.208,13
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		97,625	1,641706	99,266706	8,26%	3,661	4,558	325	308		82.045	0,30		82.045	8.144.334,86
XSO585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		104,875	3,315278	108,190278	4,03%	3,367	6,37	512	508		38.814	0,14	128.680,49	40.041	4.332.087,84
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		110,75	0,870833	111,620833	0,94%	2,177	3,526	296	307		9.322	0,02		9.322	1.040.565,98
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		117,25	1,546181	118,796181	0,89%	3,601	4,676	333	352		8.858	0,03		8.858	1.052.292,27
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		106,75	2,887381	109,437381	0,97%	1,911	3,124	267	268		9.647	0,02		9.647	1.055.782,06
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		108,625	3,206811	111,831811	0,91%	5,328	6,223	395	391		9.049	0,05		9.049	1.011.944,85
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		106,875	2,084867	108,959867	0,97%	2,821	3,922	303	307		9.669	0,03		9.669	1.053.584,61
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		104,462	2,501433	106,963433	0,92%	5,952	6,782	425	412		9.152	0,05		9.152	978.953,37
								107,1934828		100,00%						Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
																990.797	3,09	265.869	993.327	103.485.734

Report 31/12/2013

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente	
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3	105,5	1,428611	106,928611	1,92%		4,36	5,728	421	410		19.155	0,08		19.155	2.048.183,07
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1	105,5	1,75	107,25	0,00%		1,637	5,491	519	520		-	0,00		-	-
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2	105	3,971528	108,971528	2,02%		1,434	7,425	719	721		20.126	0,03		20.126	2.193.200,90
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3	108,5	2,138889	110,638889	2,06%		3,196	11,451	1033	1049		20.524	0,07		20.524	2.270.792,43
US0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	18-set BB1	106,29	2,955556	109,245556	0,48%		1,064	2,327	218	211		4.806	0,01		4.806	524.988,73
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1	111	2,75625	113,75625	0,46%		3,118	4,566	361	367		4.579	0,01		4.579	520.860,28
US01538RAA50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1	107,25	2,002083	109,252083	0,45%		5,459	6,477	444	434		4.524	0,02		4.524	494.309,51
US01538RAA34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2	106	2,604167	108,604167	0,48%		4,49	6,222	460	449		4.777	0,02		4.777	518.852,78
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3	105,49	1,82	107,31	2,88%		0,77	1,9	178	169		28.641	0,02		28.641	3.073.486,51
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3	110,25	1,894444	112,144444	2,70%		5,217	5,887	396	392		26.835	0,14		26.835	3.009.428,29
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1	104,538	2,605167	107,143167	1,96%		1,051	2,528	239	229		19.556	0,02		19.556	2.095.283,03
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1	106,5	1,786667	108,286667	2,85%		3,247	4,776	378	376		28.354	0,09		28.354	3.070.391,79
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1	106,25	0,086806	106,336806	1,48%		2,303	3,599	307	306		14.733	0,03		14.733	1.566.644,15
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1	95,5	1,704444	97,204444	1,52%		6,552	6,585	420	381		15.138	0,10		15.138	1.471.462,61
US298272AA66	EUROCHEM M & CC	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2	99,625	0,697569	100,322569	8,14%		3,44	5,232	418	399		81.064	0,28		81.064	8.132.544,99
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1	105,85	1,85625	107,70625	0,48%		1,625	4,767	447	448		4.788	0,01		4.788	515.727,25
US30050AA098	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1	107,625	2,559722	110,184722	0,46%		3,402	7,364	623	626		4.545	0,02		4.545	500.743,87
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1	98,04	1,7625	99,8025	0,50%		3,557	7,292	613	582		4.979	0,02		4.979	496.963,76
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1	103,19	1,993889	105,183889	0,49%		2,796	6,289	549	542		4.843	0,01		4.843	509.364,97
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1	99,5	1,794444	101,294444	2,07%		4,417	8,607	697	661		20.562	0,09		20.562	2.082.774,13
US0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1	107,71	1,772222	109,482222	1,95%		4,307	5,536	403	397		19.371	0,08		19.371	2.120.789,85
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1	100	2,526042	102,526042	3,93%		3,347	9,262	795	787		39.157	0,13		39.157	4.014.651,93
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3	92	0,818056	92,818056	6,71%		2,084	11,666	1118	1039		66.822	0,14		66.822	6.202.293,46
XS0271050501	KAZANORGINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C	100	3,666667	103,666667	8,54%		1,013	9,977	990	963		85.065	0,09		85.065	8.818.355,70
US59125QA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3	104,25	0,180556	104,430556	2,01%		2,27	4,659	414	410		20.044	0,05		20.044	2.093.155,88
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2	116,75	0,934375	117,684375	1,68%		4,984	5,481	366	375		16.730	0,08		16.730	1.968.812,19
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1	103,5	2,430556	105,930556	0,00%		1,552	6,557	629	625		-	0,00		-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1	103,5	2,638889	106,138889	0,00%		3,94	9,137	769	751		-	0,00		-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1	108,5	2,266667	110,766667	0,00%		1,203	5,953	580	593		-	0,00		-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1	110,875	0,71875	111,59375	0,00%		2,131	6,357	586	607		-	0,00		-	-
US69360UA889	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3	107	2,266667	109,266667	0,00%		2,766	6,077	528	533		-	0,00		-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1	106	2,408333	108,408333	0,00%		4,253	8,843	724	714		-	0,00		-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1	101,25	2,023611	103,273611	7,85%		2,772	7,304	651	636		78.122	0,22		78.122	8.067.980,38
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3	103,08	1,625	104,705	7,88%		3,253	5,575	457	447		78.414	0,26		78.414	8.210.337,06
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1	103,25	0,513889	103,763889	1,01%		2,903	8,146	745	737		10.058	0,03		10.058	1.043.655,09
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2	99	3,314583	102,314583	1,00%		3,194	11,044	994	956		9.914	0,03		9.914	1.014.323,23
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3	99,25	1,403472	100,653472	5,96%		3,297	5,597	460	439		59.317	0,20		59.317	5.970.444,72
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1	96	0,010872	96,010872	8,41%		3,64	5,031	392	364		82.045	0,31	160.562,02	83.718	8.037.790,23
XS0585211591	OAOTMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1	104,125	0,086111	104,211111	4,02%		3,404	6,558	549	539		40.041	0,14		40.041	4.172.756,51
US90263MAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3	109,75	1,558333	111,308333	0,94%		2,092	3,799	333	340		9.322	0,02		9.322	1.037.652,76
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3	114,625	2,306597	116,931597	0,89%		3,502	5,236	408	423		8.858	0,03		8.858	1.035.775,86
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3	106	3,228464	109,228464	1,00%		1,826	3,37	300	298		9.647	0,02	31.146,16	9.941	1.085.861,35
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3	107,75	3,852478	111,602478	0,94%		5,236	6,359	437	428		9.049	0,05	34.860,34	9.372	1.045.976,39
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3	106,24	2,606083	108,846083	0,97%		2,737	4,079	333	331		9.669	0,03		9.669	1.052.484,38
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3	103,875	3,126792	107,001792	0,92%		5,862	6,87	465	445		9.152	0,05		9.152	979.304,44
								106,6695789	100,00%						Titoli in portafoglio	993.327	3,02	226.569	995.617	Totale valore corrente 103.068.404

Report 31/01/2014

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3	105,5	2,007778	107,507778	1,91%		4,28	5,712	422	412	19.155	0,08		19.155	2.059.276,83
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1	106	2,479167	108,479167	0,00%		1,56	5,049	476	478	-	0,00		-	-
XS0830191234	TYS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2	105	4,867361	109,867361	2,01%		1,355	7,269	703	705	20.126	0,03		20.126	2.211.230,76
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3	108,875	3,305556	112,180556	2,05%		3,122	11,305	1018	1039	20.524	0,06		20.524	2.302.434,16
US0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1	106,15	3,622222	109,772222	0,50%		0,983	2,033	189	182	4.806	0,00	17.406,89	4.970	545.520,55
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1	110,25	3,4125	113,6625	0,47%		3,033	4,717	379	385	4.579	0,01	15.624,95	4.720	536.539,60
US01538RA050	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1	107	2,647917	109,647917	0,45%		5,375	6,509	450	440	4.524	0,02		4.524	496.100,46
US01538RA034	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2	105	3,229167	108,229167	0,49%		4,4	6,417	482	470	4.777	0,02	15.427,24	4.924	532.962,92
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3	104,86	2,56	107,42	2,86%		0,68	1,95	181	174	28.641	0,02		28.641	3.076.637,04
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3	109,5	2,540278	112,040278	2,68%		5,128	5,999	410	406	26.835	0,14		26.835	3.006.632,97
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1	104,222	3,163417	107,385417	2,01%		0,969	2,511	237	228	19.556	0,02	61.863,52	20.149	2.163.761,70
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1	106,625	2,345	109,345	2,83%		3,17	4,593	362	362	28.354	0,09		28.354	3.100.400,07
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1	106,625	0,607639	107,232639	1,47%		2,224	3,355	284	284	14.733	0,03		14.733	1.579.842,32
US85805RA042	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1	96,75	2,196111	98,946111	1,51%		6,492	6,395	404	370	15.138	0,10		15.138	1.497.827,64
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2	101	1,124653	102,124653	8,10%		3,368	4,83	380	366	81.064	0,27		81.064	8.278.629,06
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1	105,793	2,54375	108,33675	0,48%		1,544	4,643	436	437	4.788	0,01		4.788	518.746,26
US30050AA088	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1	107	3,351389	110,351389	0,45%		3,318	6,58	638	640	4.545	0,02		4.545	501.501,31
US30050AA054	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	23-ott B1	98,25	2,325	100,575	0,50%		3,478	7,242	610	581	4.979	0,02		4.979	500.810,41
US30050AA038	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1	104	2,610556	106,610556	0,48%		2,722	5,983	520	516	4.843	0,01		4.843	516.273,77
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1	99,5	2,502778	102,002778	2,05%		4,337	8,608	699	664	20.562	0,09		20.562	2.097.338,60
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1	108	2,376389	110,376389	1,93%		4,23	5,452	397	393	19.371	0,08		19.371	2.138.110,82
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1	99,375	3,307292	102,682292	3,91%		3,262	9,394	812	803	39.157	0,13		39.157	4.020.770,27
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3	93,5	1,463889	94,963889	6,67%		2,013	10,999	1051	987	66.822	0,13		66.822	6.345.682,44
XS0271050501	KAZANORGINSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C	96,5	4,5	101	8,89%		0,915	13,675	1355	1290	85.065	0,08	382.790,36	89.031	8.992.157,63
US59125QAA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3	105,75	0,722222	106,472222	2,00%		2,198	3,952	344	344	20.044	0,04		20.044	2.134.078,05
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2	117,75	1,653125	119,403125	1,67%		4,915	5,278	348	360	16.730	0,08		16.730	1.997.566,18
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1	103,625	3,159722	106,784722	0,00%		1,473	6,377	611	607	-	0,00		-	-
US65537AA000	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1	104,5	3,472222	107,972222	0,00%		3,872	8,887	745	733	-	0,00		-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1	107,75	3,329167	111,079167	0,00%		1,12	6,138	597	611	-	0,00		-	-
XS0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1	110,25	1,65625	111,90625	0,00%		2,048	6,475	598	620	-	0,00		-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3	107	2,975	109,975	0,00%		2,686	6,022	525	530	-	0,00		-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1	105,75	3,258333	109,008333	0,00%		4,172	8,883	730	720	-	0,00		-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1	101,25	2,669444	103,919444	7,80%		2,692	7,294	651	638	78.122	0,21		78.122	8.118.434,39
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3	102	1,666667	104,166667	7,83%		3,165	5,882	490	478	78.414	0,25		78.414	8.168.124,22
XS0802648855	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1	102,875	1,284722	104,159722	1,00%		2,821	8,247	753	742	10.058	0,03		10.058	1.047.636,37
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2	98,4	4,210417	102,610417	0,99%		3,109	11,239	1015	974	9.914	0,03		9.914	1.017.256,06
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3	99,25	1,851389	101,101389	5,92%		3,216	5,602	462	443	59.317	0,19		59.317	5.997.013,73
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1	97,25	0,337039	97,587039	8,36%		3,567	4,69	360	338	83.718	0,30		83.718	8.169.743,00
XS0585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1	105	0,731944	105,731944	4,00%		3,33	6,284	523	518	40.041	0,13		40.041	4.233.652,76
US90263WAE49	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3	110,25	2,245833	112,495833	0,93%		2,014	3,428	298	305	9.322	0,02		9.322	1.048.723,02
US918242AB40	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3	115,5	3,067014	118,567014	0,88%		3,429	4,956	382	398	8.858	0,03		8.858	1.050.262,32
US918242AC23	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3	106,25	0,523047	106,773047	0,99%		1,802	3,112	276	274	9.941	0,02		9.941	1.061.451,57
US918242AD06	VIMPELCOM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3	107,375	0,624144	107,999144	0,94%		5,34	6,411	445	436	9.372	0,05		9.372	1.012.204,72
US92718WAA71	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3	106,45	0	106,45	0,99%		2,735	3,953	323	322	9.669	0,03	30.241,28	9.954	1.059.556,79
US92718WAB54	VIMPELCOM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3	104,325	0	104,325	0,95%		5,998	6,795	460	443	9.152	0,06	34.339,15	9.481	989.144,99
								107,0939447	100,00%						Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
															995.617	2,94	557.693	1.001.243	104.124.036

Report 28/02/2014

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread		Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		103,25	2,586944	105,836944	1,90%	4,179	6,198	452	438		19.155	0,08		19.155	2.027.272,54
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		102	3,208333	105,208333	0,00%	1,459	7,417	708	699		-	0,00		-	-
XS0830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		102	0,388194	102,388194	1,99%	1,328	9,252	899	887		20.126	0,03		20.126	2.060.702,31
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic BB3		101,75	4,472222	106,222222	2,03%	2,977	13,423	1213	1188		20.524	0,06		20.524	2.180.143,16
US0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		103,47	0,29	103,76	0,49%	0,93	4,28	417	407		4.970	0,00		4.970	515.642,40
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		105,75	0,13125	105,88125	0,47%	3,031	6,02	492	490		4.720	0,01		4.720	499.808,50
US01538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		101,75	3,29375	105,04375	0,46%	5,224	7,426	527	503		4.524	0,02	14.902,53	4.671	490.653,90
US01538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		99,5	0,104167	99,604167	0,49%	4,422	7,613	584	554		4.924	0,02		4.924	490.490,03
US02109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		103,12	3,3	106,42	2,84%	0,6	3,78	366	357		28.641	0,02		28.641	3.047.995,84
US02109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		105,5	3,186111	108,686111	2,66%	5	6,702	464	453		26.835	0,13		26.835	2.916.622,94
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		101,71	0,37	102,08	2,00%	0,91	4,82	471	456		20.149	0,02		20.149	2.056.860,24
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		103,5	2,903333	106,403333	2,89%	3,065	5,602	446	438		28.354	0,09	82.321,95	29.150	3.101.622,39
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		103,625	1,128472	104,753472	1,46%	2,127	4,581	395	393		14.733	0,03		14.733	1.543.317,13
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		93,998	2,687778	96,685778	1,54%	6,364	6,839	437	396		15.138	0,10	40.687,08	15.571	1.505.461,62
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		97,5	1,551736	99,051736	8,03%	3,263	5,885	467	443		81.064	0,26		81.064	8.029.526,23
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		100,78	3,23125	104,01125	0,47%	1,438	7,716	738	723		4.788	0,01		4.788	498.034,57
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		101,5	4,143055	105,643055	0,47%	3,191	9,047	775	755		4.545	0,01	18.828,47	4.730	499.700,89
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		92,5	2,8875	95,3875	0,51%	3,348	8,987	766	706		4.979	0,02	14.378,23	5.135	489.806,45
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		98	3,227222	101,227222	0,50%	2,6	8,148	721	692		4.843	0,01	15.628,19	5.002	506.347,20
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		96	3,211111	99,211111	2,04%	4,216	9,429	764	712		20.562	0,09		20.562	2.039.937,51
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		101,5	2,980556	104,480556	1,92%	4,088	6,893	523	503		19.371	0,08		19.371	2.023.902,11
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		91	4,088542	95,088542	4,05%	3,102	11,386	1023	953		39.157	0,13	160.096,62	40.917	3.890.708,47
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		84	2,109722	86,109722	6,62%	1,871	16,613	1602	1411		66.822	0,12		66.822	5.754.028,78
XS0271050501	KAZANORG SINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		101	0,33	101,33	8,82%	0,9	8,89	880	859		89.031	0,08		89.031	9.021.537,95
US59125QAA67	METALINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		102,375	1,263889	103,638889	1,98%	2,099	5,386	476	471		20.044	0,04		20.044	2.077.288,09
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		114	2,371875	116,371875	1,66%	4,797	5,902	394	402		16.730	0,08		16.730	1.946.854,59
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		102	3,888889	105,888889	0,00%	1,384	7,36	707	696		-	0,00	-	-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		98,7	4,305555	103,005555	0,00%	3,729	10,332	872	831		-	0,00	-	-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		107	4,391667	111,391667	0,00%	1,038	6,352	619	630		-	0,00	-	-	-
US0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		107	2,59375	109,59375	0,00%	1,951	7,811	721	737		-	0,00	-	-	-
US69360UA899	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		100,875	3,683333	104,558333	0,00%	2,564	8,168	724	707		-	0,00	-	-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		101	4,108333	105,108333	0,00%	4,036	9,958	820	789		-	0,00	-	-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		89,5	3,315278	92,815278	8,02%	2,525	11,926	1099	1003		78.122	0,20	258.997,41	81.016	7.519.541,75
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		101,25	2,708333	103,958333	7,77%	3,079	6,104	495	480		78.414	0,24		78.414	8.151.787,92
XS0802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		98,25	2,055556	100,305556	1,00%	1,15	10,726	1052	984		10.058	0,01		10.058	1.008.871,25
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		94	5,10625	99,10625	1,04%	2,986	12,697	1143	1067		9.914	0,03	50.622,19	10.452	1.035.888,63
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		94	2,299306	96,299306	6,02%	3,097	7,312	616	574		59.317	0,19	136.387,54	60.768	5.851.893,07
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		91,75	0,663206	92,413206	8,29%	3,448	6,373	509	466		83.718	0,29		83.718	7.736.602,63
XS0585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		96,25	1,377778	97,627778	3,97%	3,184	8,923	769	727		40.041	0,13		40.041	3.909.150,78
US90263MAE49	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		104,25	2,933333	107,183333	0,92%	1,901	6,099	555	556		9.322	0,02		9.322	999.198,15
US918242AB40	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		109,5	3,82743	113,32743	0,88%	3,303	6,438	513	520		8.858	0,03		8.858	1.003.850,28
US918242AC23	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		102,75	1,064131	103,814131	0,98%	1,704	4,904	447	441		9.941	0,02		9.941	1.032.036,41
US918242AD06	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		102,375	1,269811	103,644811	0,93%	5,199	7,298	518	497		9.372	0,05		9.372	971.394,43
US92718WAA71	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		101	0,521217	101,521217	0,99%	2,623	5,874	499	487		9.954	0,03		9.954	1.010.497,84
US92718WAB54	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		101,36	0,625358	101,985358	0,94%	5,874	7,274	495	471		9.481	0,06		9.481	966.961,95
									102,7571895	100,00%										
																Titoli in portafoglio	Duration media		Totale titoli	Totale valore corrente
																1.001.243	2,82	792.850	1.009.761	100.411.941

Report 31/03/2014

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread	Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente	
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		101	3,166111	104,166111	1,94%	4,076	6,712	510	490		19.155	0,08	60.645,84	19.755	2.057.815,21
XS0855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		100	3,9375	103,9375	0,00%	1,368	8,744	845	824		-	0,00	-	-	-
XS0830191234	TYS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		101	1,284028	102,284028	1,98%	1,244	9,938	970	953		20.126	0,02	20.126	2.058.605,82	
XS0808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		102,75	5,638889	108,388889	2,02%	2,909	13,1	1186	1170		20.524	0,06	20.524	2.224.612,62	
US0494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		101,87	0,96	102,83	0,49%	0,84	5,78	569	555		4.970	0,00	4.970	511.020,70	
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		103,375	0,7875	104,1625	0,46%	2,935	6,744	570	562		4.720	0,01	4.720	491.695,21	
US01538RAA50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		98	0,064583	98,064583	0,46%	5,291	8,13	604	569		4.671	0,02	4.671	458.054,58	
US01538RAA34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		96,5	0,729167	97,229167	0,48%	4,311	8,315	660	620		4.924	0,02	4.924	478.794,60	
US021097AA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		102,25	4,04	106,29	2,93%	0,51	4,64	452	441		28.641	0,01	115.710,42	29.773	3.164.554,75
US021097AA62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		102	3,831944	105,831944	2,74%	4,876	7,357	536	517		26.835	0,13	102.831,32	27.843	2.946.725,04
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		101,06	0,93	101,99	1,98%	0,82	5,42	532	515		20.149	0,02	20.149	2.055.046,78	
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		101,5	0,111667	101,611667	2,86%	3,068	6,214	514	500		29.150	0,09	29.150	2.961.946,89	
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		101,75	1,649306	103,399306	1,45%	2,036	5,404	483	476		14.733	0,03	14.733	1.523.366,41	
US85805RAB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		89,875	0,229444	90,104444	1,53%	6,413	7,54	515	459		15.571	0,10	15.571	1.402.985,89	
US29872PAA66	EUROCHEM M & CC	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		96,25	1,978819	98,228819	7,97%	3,173	6,299	515	486		81.064	0,25	81.064	7.962.817,32	
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		99,831	3,91875	103,74975	0,49%	1,353	8,367	809	786		4.788	0,01	18.764,06	4.976	516.283,05
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		97,5	0,184722	97,684722	0,46%	3,226	10,28	905	862		4.730	0,01	4.730	462.057,28	
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		89,75	0,075	89,825	0,50%	3,365	9,924	866	786		5.135	0,02	5.135	461.243,50	
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		95,75	0,143889	95,893889	0,49%	2,601	9,058	819	776		5.002	0,01	5.002	479.669,42	
XS0854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		99	3,919444	102,919444	2,10%	4,171	8,73	699	666		20.562	0,09	80.589,97	21.376	2.199.967,26
XS0779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		99	3,584722	102,584722	1,97%	3,983	7,493	590	562		19.371	0,08	69.439,97	20.073	2.059.132,09
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		86,75	0,182292	86,932292	4,02%	3,14	12,5	1148	1039		40.917	0,13	40.917	3.556.981,71	
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		85,5	2,755556	88,255556	6,57%	1,801	15,983	1544	1374		66.822	0,12	66.822	5.897.417,82	
XS0271050501	KAZANORGSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		101,5	1,17	102,67	8,75%	0,83	8,18	814	794		89.031	0,07	89.031	9.140.839,84	
US591250AA67	METALLOINVESTFI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		99,5	1,805556	101,305556	1,97%	2,002	6,739	617	601		20.044	0,04	20.044	2.030.519,88	
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		113,25	3,090625	116,340625	1,64%	4,709	6,011	411	421		16.730	0,08	16.730	1.946.331,79	
XS0503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		101,492	0,243056	101,735056	0,00%	1,359	7,656	741	727		-	0,00	-	-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		97	0,138889	97,138889	0,00%	3,817	10,793	925	874		-	0,00	-	-	-
XS0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		104,25	5,454167	109,704167	0,00%	0,947	8,503	838	839		-	0,00	-	-	-
US0524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		105	3,53125	108,53125	0,00%	1,861	8,676	813	821		-	0,00	-	-	-
US69360UAB89	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		99	0,141667	99,141667	0,00%	2,577	8,888	802	775		-	0,00	-	-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		97,75	4,958333	102,708333	0,00%	3,916	10,751	905	858		-	0,00	-	-	-
US75406KAA51	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		90	0,086111	90,086111	7,96%	2,555	11,817	1095	1001		81.016	0,20	81.016	7.298.435,00	
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		96,75	0	96,75	7,97%	3,064	7,574	648	615		78.414	0,24	254.845,47	81.048	7.841.399,23
XS0802648855	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		97,25	2,826389	100,076389	0,99%	1,065	11,756	1159	1067		10.058	0,01	10.058	1.006.566,29	
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		90,5	0,627083	91,127083	1,03%	3,045	13,959	1275	1166		10.452	0,03	10.452	952.487,95	
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		93	0,059722	93,059722	5,97%	3,095	7,701	661	613		60.768	0,18	60.768	5.655.030,81	
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		87,75	0,989372	88,739372	8,23%	3,337	7,74	652	584		83.718	0,27	83.718	7.429.038,43	
XS0585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		95,625	2,023611	97,648611	3,94%	3,098	9,151	798	752		40.041	0,12	40.041	3.909.984,96	
US90263MAE49	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		105,25	3,620833	108,870833	0,95%	1,827	5,517	503	505		9.322	0,02	33.754,59	9.643	1.049.845,41
US918242AB40	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		107,125	0,025347	107,150347	0,91%	3,341	7,048	580	582		8.858	0,03	40.414,46	9.235	989.557,92
US918242AC23	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		101,75	1,605214	103,355214	0,98%	1,618	5,426	504	496		9.941	0,02	9.941	1.027.474,23	
US918242AD06	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		100,25	1,915478	102,165478	0,92%	5,091	7,696	564	539		9.372	0,05	9.372	957.529,62	
US92718WAA71	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		100	1,042433	101,042433	0,98%	2,536	6,25	543	527		9.954	0,02	9.954	1.005.732,24	
US92718WAB54	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		98	1,250717	99,250717	0,93%	5,743	7,848	560	526		9.481	0,05	9.481	941.033,78	
									100,332493	100,00%										
															Titoli in portafoglio	Duration media	Cedole	Totale titoli	Totale valore corrente	
															1.009.761	2,77	776.996	1.017.537	99.112.601	

Report 30/04/2014

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-quel	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread		Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		103,938	0,270278	104,208278	1,93%	4,16	6,019	460	448		19.755	0,08		19.755	2.058.648,23
XSO855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		103,55	0,291667	103,841667	0,00%	1,364	6,178	595	588		-	0,00		-	-
XSO830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		101,25	2,179861	103,429861	1,97%	1,166	9,676	948	933		20.126	0,02		20.126	2.081.667,28
XSO808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		101,5	6,805555	108,305555	2,14%	2,818	13,502	1243	1216		20.524	0,06	139.679,66	21.901	2.371.947,40
XSO494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		103,27	1,62	104,809	0,49%	0,76	3,79	371	361		4.970	0,00		4.970	521.258,01
US01538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		108	1,44375	109,44375	0,46%	2,885	5,213	431	434		4.720	0,01		4.720	516.625,15
US01538RA050	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		106,5	0,710417	107,210417	0,46%	5,319	6,563	469	461		4.671	0,02		4.671	500.774,29
US01538RA034	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		103	1,354167	104,354167	0,48%	4,295	6,815	530	514		4.924	0,02		4.924	513.880,90
US021097AA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		102,51	0,35	102,86	2,91%	0,45	3,33	325	313		29.773	0,01		29.773	3.062.433,92
US021097AC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		110,5	0,602778	111,102778	2,72%	5,075	5,769	399	400		27.843	0,14		27.843	3.093.483,17
US09775AAA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		102,44	1,49	103,93	1,97%	0,75	3,48	340	327		20.149	0,01		20.149	2.094.136,80
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		106,075	0,67	106,745	2,85%	3,017	4,742	381	377		29.150	0,09		29.150	3.111.581,87
US85805RAA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		103,5	2,170139	105,670139	1,44%	1,965	4,522	404	399		14.733	0,03		14.733	1.556.822,25
US85805RA042	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		97	0,721111	97,721111	1,52%	6,446	6,366	420	389		15.571	0,10		15.571	1.521.582,45
US29872PAA66	EUROCHEM M & C C	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		99,75	2,405903	102,155903	8,11%	3,116	5,203	421	403		81.064	0,25	195.032,03	83.019	8.480.898,38
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		103,25	0,48125	103,73125	0,49%	1,345	5,862	564	556		4.976	0,01		4.976	516.190,99
US30050AA098	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		106,89	0,976389	107,866389	0,46%	3,22	7,427	635	636		4.730	0,01		4.730	510.217,46
US30050AA085	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		97,375	0,6375	98,0125	0,50%	3,344	7,536	643	610		5.135	0,02		5.135	503.285,60
US30050AA038	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		101,83	0,760556	102,590556	0,49%	2,559	6,691	594	582		5.002	0,01		5.002	513.166,72
XSO854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		102	0,377778	102,377778	2,09%	4,3	8,038	650	629		21.376	0,09		21.376	2.188.388,81
XSO779213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		107,26	0,563889	107,823889	1,96%	4,12	5,543	413	409		20.073	0,08		20.073	2.164.295,28
US29843LA099	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		91,5	0,963542	92,463542	4,00%	3,104	11,28	1032	964		40.917	0,12		40.917	3.783.302,16
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		91,165	3,401389	94,566389	6,77%	1,758	12,752	1231	1136		66.822	0,12	227.287,81	69.315	6.554.888,64
XSO271050501	KAZANORGINSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		100,00	2,00	102	8,70%	0,74	9,96	995	965		89.031	0,06		89.031	9.081.188,89
US591250AA67	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		102,25	2,347222	104,597222	1,96%	1,937	5,368	489	481		20.044	0,04		20.044	2.096.496,45
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		118,1	3,809375	121,909375	1,69%	4,681	5,112	342	356		16.730	0,08	63.729,31	17.269	2.105.279,67
XSO503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		101,75	0,972222	102,722222	0,00%	1,28	7,391	719	705		-	0,00		-	-
US65537AA000	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		99,75	0,972222	100,722222	0,00%	3,766	10,061	870	836		-	0,00		-	-
XSO469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		104,25	5,454167	109,704167	0,00%	0,947	8,503	838	839		-	0,00		-	-
XSO524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		105,5	4,46875	109,96875	0,00%	1,785	8,335	788	795		-	0,00		-	-
US69360UA089	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		102,75	0,85	103,6	0,00%	2,521	7,424	668	658		-	0,00		-	-
US69360UA062	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		102,25	0,708333	102,958333	0,00%	4,09	9,654	815	792		-	0,00		-	-
US75406KAA51	QJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		97,33	0,731944	98,061944	7,91%	2,524	8,806	806	770		81.016	0,20		81.016	7.944.606,73
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		99,12	0,541667	99,661667	7,92%	2,999	6,79	584	561		81.048	0,24		81.048	8.077.384,17
XSO802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		100	3,597222	103,597222	0,98%	2,561	9,243	911	871		10.058	0,03		10.058	1.041.978,76
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		96	1,522917	97,522917	1,02%	3,015	12,067	1101	1042		10.452	0,03		10.452	1.019.339,15
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		97	0,507639	97,507639	5,93%	3,041	6,367	542	513		60.768	0,18		60.768	5.925.320,76
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		94	1,315539	95,315539	8,18%	3,3	5,752	469	435		83.718	0,27		83.718	7.979.578,69
XSO585211591	OAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		102	2,669444	104,669444	3,91%	3,067	7,114	609	595		40.041	0,12		40.041	4.191.108,79
US90263MAE49	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		107,25	0,183333	107,483333	0,94%	1,827	4,382	398	401		9.643	0,02		9.643	1.035.983,54
US918242AB40	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		112,375	0,785764	113,160764	0,90%	3,299	5,561	447	459		9.235	0,03		9.235	1.045.065,49
US918242AC23	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		103,47	2,146297	105,616297	0,97%	1,546	4,312	400	393		9.941	0,02		9.941	1.049.952,10
US918242AD06	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		106,5	2,561144	109,061144	0,92%	5,09	6,528	469	462		9.372	0,05		9.372	1.022.158,15
US92718WAA71	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		103,25	1,56365	104,81365	0,97%	2,474	4,972	427	420		9.954	0,02		9.954	1.043.369,28
US92718WAB54	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		104	1,876075	105,876075	0,93%	5,753	6,828	480	465		9.481	0,05		9.481	1.003.851,32
									104,1284632	100,00%						Titoli in portafoglio	Duration media	Totale titoli	Totale valore corrente	
																1.017.537	2,75	625.729	1.023.901	103.882.038

Report 31/05/2014

ISIN	Description	Sector Level	Coupon	Maturity	cedola 2	Composite Rating	Price	Accrued Interest	Price tel-%	% Weight	Duration To Worst	Yield to Worst	OAS vs Govt	Asset Swap Spread		Numero titoli in portafoglio mese precedente	Duration*weight	Cedole	numero titoli effettivo	valore corrente
US829777AA16	SISTEMA INTL FD	Investments & Misc Financial Services	6,95	17-mag-19	15-nov BB3		105,25	0,849444	106,099444	1,92%	4,091	5,7	420	412		19.755	0,08	0,08	19.755	2.096.008,46
XSO855334289	AK BARS BANK	Banking	8,75	19-nov-15	19-mag B1		103,5	1,020833	104,520833	0,00%	1,284	6,065	580	574		-	0,00	-	-	-
XSO830191234	TKS BANK	Banking	10,75	18-set-15	18-mar B2		103,52	3,075694	106,595694	1,96%	1,098	7,637	742	739		20.126	0,02	20.126	2.145.383,99	
XSO808636913	TINKOFF CREDIT	Banking	14	6-giu-18	5-dic B3		105,52	0,972222	106,492222	2,13%	2,969	12,183	1103	1105		21.901	0,06	21.901	2.332.234,47	
USO494933806	ALFA MTN ISS	Banking	8	18-mar-15	16-set BB1		103,11	2,29	105,4	0,48%	0,68	3,54	344	334		4.970	0,00	4.970	523.792,49	
USO1538RAA77	ALFA BANK	Banking	7,875	25-set-17	26-mar BB1		108,625	2,1	110,725	0,46%	2,809	4,951	398	402		4.720	0,01	4.720	522.673,24	
USO1538RAB50	ALFA BANK	Banking	7,75	28-apr-21	27-ott BB1		108,125	1,35625	109,48125	0,45%	5,258	6,266	432	429		4.671	0,02	4.671	511.381,23	
USO1538RAC34	ALFA BANK	Banking	7,5	26-set-19	26-mar BB2		103,125	1,979167	105,104167	0,48%	4,216	6,777	518	505		4.924	0,02	4.924	517.574,19	
USO2109TAA07	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	8,875	17-nov-14	18-mag BB3		102,57	1,08	103,65	2,90%	0,38	1,99	189	177		29.773	0,01	29.773	3.085.954,46	
USO2109TAC62	ALROSA FINANCE	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	3-nov-20	4-mag BB3		110,63	1,248611	111,878611	2,71%	4,997	5,725	387	389		27.843	0,14	27.843	3.115.085,03	
USO9775AA97	BANK OF MOSCOW	Banking	6,699	11-mar-15	9-set BB1		102,81	2,05	104,86	1,96%	0,67	2,58	248	236		20.149	0,01	20.149	2.112.875,83	
US858057AC66	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	6,7	25-ott-17	25-apr BB1		106,679	1,228333	107,907333	2,84%	2,941	4,507	350	348		29.150	0,08	29.150	3.145.463,50	
US858058AA68	JSC SEVERSTAL	Steel Producers/Products	6,25	26-lug-16	24-gen BB1		105,75	2,690972	108,440972	1,47%	1,896	3,349	283	280		14.733	0,03	39.645,69	15.108	1.638.299,04
US858058AB42	SEVERSTAL OAO	Steel Producers/Products	5,9	17-ott-22	17-apr BB1		97,75	1,212778	98,962778	1,52%	6,377	6,25	401	375		15.571	0,10	15.571	1.540.916,02	
US29872PAA66	EUROCHEM M & CC	Chemicals	5,125	12-dic-17	12-giu BB2		100,75	0,270486	101,020486	8,08%	3,12	4,885	382	368		83.019	0,25	83.019	8.386.637,00	
US30050AAA16	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	8,25	10-nov-15	10-mag B1		104,43	1,16875	105,59875	0,48%	1,27	4,833	458	453		4.976	0,01	4.976	525.484,11	
US30050AAB98	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	9,5	24-apr-18	23-ott B1		107,625	1,768056	109,393056	0,46%	3,146	7,173	602	606		4.730	0,01	4.730	517.438,73	
US30050AAD54	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	6,75	27-apr-18	26-ott B1		98,625	1,2	99,825	0,50%	3,273	7,163	599	572		5.135	0,02	5.135	512.592,63	
US30050AAE38	EVRAZ GROUP SA	Steel Producers/Products	7,4	24-apr-17	23-ott B1		103,25	1,377222	104,627222	0,49%	2,488	6,12	530	524		5.002	0,01	5.002	523.354,29	
XSO854763355	CEB CAPITAL SA	Banking	8,5	15-nov-19	15-mag B1		102	1,086111	103,086111	2,08%	4,22	8,031	642	622		21.376	0,09	21.376	2.203.529,87	
US079213460	GAZPROMBANK	Banking	7,25	3-mag-19	1-nov BB1		106,57	1,168056	107,738056	1,95%	4,034	5,676	419	414		20.073	0,08	20.073	2.162.572,40	
US29843LAB99	HCFB LLC	Banking	9,375	24-apr-18	23-ott B1		93,5	1,744792	95,244792	3,98%	3,041	10,826	974	923		40.917	0,12	40.917	3.897.101,71	
US482637AA33	KOKS OAO	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	23-giu-16	22-dic B3		92,25	0,172222	92,422222	6,75%	1,756	12,279	1179	1094		69.315	0,12	69.315	6.406.265,27	
XSO271050501	KAZANORGSINTEZ	Chemicals	10	19-mar-15	17-set C		101	2,83	103,83	8,66%	0,67	8,49	844	825		89.031	0,06	89.031	9.244.116,11	
US91125QA067	METALLOINVEST FI	Metals/Mining Excluding Steel	6,5	21-lug-16	19-gen BB3		104,625	2,888889	107,513889	2,00%	1,869	4,128	361	357		20.044	0,04	57.903,50	20.597	2.214.459,05
US55377WAA62	MTS INTL FDG	Telecom - Wireless	8,625	22-giu-20	21-dic BB2		118,29	0,215625	118,505625	1,68%	4,773	5,041	328	342		17.269	0,08	17.269	2.046.499,56	
XSO503839622	NOMOS BANK	Banking	8,75	21-ott-15	20-apr B1		101,5	1,701389	103,201389	0,00%	1,199	7,507	727	713		-	0,00	-	-	-
US65537XAA00	NOMOS BANK	Banking	10	26-apr-19	25-ott B1		103,545	1,805556	105,350556	0,00%	3,724	9,069	762	749		-	0,00	-	-	-
US0469856057	PROMSVYAZBK	Banking	12,75	27-mag-15	25-nov B1		104,25	5,454167	109,704167	0,00%	0,947	8,503	838	839		-	0,00	-	-	-
XSO524658852	PROMSVYAZBK	Banking	11,25	8-lug-16	6-gen B1		107	5,40625	112,40625	0,00%	1,715	7,45	696	706		-	0,00	-	-	-
US69360UA889	PROMSVYAZBK	Banking	8,5	25-apr-17	24-ott BB3		105,25	1,558333	106,808333	0,00%	2,457	6,426	561	561		-	0,00	-	-	-
US69360UAC62	PROMSVYAZBK	Banking	10,2	6-nov-19	6-mag B1		103,25	1,558333	104,808333	0,00%	4,022	9,407	782	766		-	0,00	-	-	-
US75406KAAS1	OJSC RASPADSKAYA	Metals/Mining Excluding Steel	7,75	27-apr-17	26-ott B1		98,94	1,377778	100,317778	7,88%	2,454	8,171	735	710		81.016	0,19	81.016	8.127.365,85	
US117381AA17	BRUNSWICK RAIL	Railroads	6,5	1-nov-17	2-mag BB3		100,5	1,083333	101,583333	7,89%	2,928	6,327	531	514		81.048	0,23	81.048	8.233.131,46	
XSO802648955	RUSSIAN STAND BK	Banking	9,25	11-lug-17	9-gen B1		102,5	4,368055	106,868055	0,98%	2,5	8,297	750	737		10.058	0,02	10.058	1.074.876,73	
US78307EAL92	RUSSIAN STAND BK	Banking	10,75	10-apr-18	9-ott B2		98	2,41875	100,41875	1,02%	2,953	11,404	1027	985		10.452	0,03	10.452	1.049.607,28	
US78403LAA08	SCF CAPITAL LTD	Transportation Excluding Air/Rail	5,375	27-ott-17	27-apr BB3		101	0,955556	101,955556	5,91%	2,985	5,042	402	389		60.768	0,18	60.768	6.195.610,71	
US825798AA95	SIBUR SEC LTD	Integrated Energy	3,914	31-gen-18	1-ago BB1		96,25	1,641706	97,891706	8,29%	3,233	5,071	394	369		83.718	0,27	137.439,52	85.145	8.335.032,74
XSO585211591	QAO TMK	Oil Field Equipment & Services	7,75	27-gen-18	28-lug B1		103,75	3,315278	107,065278	4,02%	3	6,553	546	538		40.041	0,12	132.748,30	41.321	4.424.031,49
US90263MAE49	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	8,25	23-mag-16	21-nov BB3		108,69	0,870833	109,560833	0,94%	1,754	3,468	302	305		9.643	0,02	9.643	1.056.499,10	
US918242AB40	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	9,125	30-apr-18	29-ott BB3		113,7	1,546181	115,246181	0,90%	3,229	5,136	397	410		9.235	0,03	9.235	1.064.324,80	
US918242AC23	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	6,493	2-feb-16	2-ago BB3		105	2,687381	107,687381	0,97%	1,473	3,231	289	283		9.941	0,01	9.941	1.070.541,14	
US918242AD06	VIMPEL COM	Telecom - Wireless	7,748	2-feb-21	3-ago BB3		109,25	3,206811	112,456811	0,91%	5,043	6,024	411	411		9.372	0,05	9.372	1.053.983,49	
US92718WAA71	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	6,255	1-mar-17	30-ago BB3		105,25	2,084867	107,334867	0,97%	2,406	4,152	339	336		9.954	0,02	9.954	1.068.364,37	
US92718WAB54	VIMPEL COM HLDGS	Telecom - Wireless	7,504	1-mar-22	30-ago BB3		107,875	2,501433	110,376433	0,92%	5,728	6,196	409	406		9.481	0,05	9.481	1.046.520,93	
									105,7770112	100,00%						Titoli in portafoglio	Duration media	Cedole	Totale titoli	Totale valore corrente
																1.023.901	2,70	367.737	1.027.537	105.727.583

Report 30/06/2014

Bibliografia

Altman Edward I. *Investing in Junk Bonds: Inside the High Yield Debt Market* (New York: John Wiley & Sons, 1987).

Altman Edward, e Nammacher Scott. "The Default Experience On High Yield Corporate Debt". *Financial Analysts Journal* (July-Aug. 1985), pp. 25-41.

Babble, D. "Duration and the Term Structure of Interest Rate Volatility," in G. Bierwag, G. Kaufman, e A. Toevs (eds.), *Innovations in Bond Portfolio Management: Duration Analysis and Immunization* (Greenwich, Conn.: JAI Press, 1983).

Bekkers Niels, Doeswijk Ronald Q., Lam Trevin W., *Strategic Asset Allocation: Determining the Optimal Portfolio with Ten Asset Classes*, (2009).

Bierwag, G.O. "Immunization, Duration and the Term Structure of Interest Rates," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12, No.4 (Dec 1977).

Bildersee John S. "Beta Instability When Interest Rate Levels Change," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, XVI, No.3 (Sept. 1981), pp.375-380.

Blake Christopher, Elton Edwin, e Gruber Martin. "The Performance of Bond Mutual Funds," *Journal of Business*, 66, No.3 (1993), pp. 371-403.

Blume Marshall E., e Keim Donald B. "Risk and Return Characteristics of Lower Grade Bonds," *Financial Analysts Journal* (July/Aug. 1987).

Blume Marshall. "Portfolio Theory: A Step Toward Its Practical Application," *Journal of Business*, 43, No. 2 (April 1970), pp.152-173.

Bodie Zvi, Kane Alex., Marcus Alan.J.. *Investments 10/e*. Mc Graw Hill (2013).

Brière Marie, Szafarz Ariane, *Crisis-Robust Bond Portfolios*. Working paper Crédite Agricole Asset Management strategy. (April 2008).

Choudhry Moorad, *Relative value analysis: calculating bond spreads* (2006).

Choudhry Moorad, *The determinants of the swap spread*. September (2006).

Elton Edwin J., Gruber Martin J., Brown Stephen J., e Goetzmann William N.. "Teorie di Portafoglio e Analisi degli Investimenti," Apogeo (2007). Ed. Italiana a cura di D'Arcangelis Anna Maria e Gabbi Giampaolo.

Elton Edwin J., Gruber Martin J., e Michaely Roni. "The Structure of Spot Rates and Immunization," *Journal of Finance*, XLV, No.2 (June 1990).

Elton Edwin J., Gruber Martin J., e Naber, P. "Bond Returns, Immunization and the Return Generating Process," in M. Sarnat e G. Szego (eds.), *Studies in Banking and Finance, Essays in Memory of Irwin Friend*. (1988).

Fabozzi Frank J., Martellini Lionel, Priaulet Philippe. *Advanced Bond Portfolio Management. Best Practices in Modeling and Strategies*. John Wiley & Sons, Inc.

Fama Eugene, French Kenneth R., *Business Conditions And Expected Returns On Stocks And Bonds*. (1989).

Fama Eugene, French Kenneth R., *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. University of Chicago, (1992).

Fama, Eugene. "Components of Investment Performance", *Journal of Finance*, xvii, No.3 (June 1972), pp. 551-567.

Fong Gifford H., e Vasicek Oldrich A. "The Tradeoff between Return and Risk Immunized Portfolios," *Financial Analyst Journal*, 34, No.5 (Sept./Oct. 1983).

Fraine H.G., e Mills, R.H: "The Effect of defaults and Credit Deterioration on Yields of Corporate Bonds." *Journal of Finance*, 16 (Sept. 1961).

Goetzmann William N., e Kumar Alok. "Diversification Decisions of Individual Investors and Asset Prices," Yale University ICF Working Paper (2003).

Jensen C. Michael. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964," *Journal of Finance*, 23, No.2 (1968), pp. 389-415.

Korn Olaf and Koziol Christian. *Bond Portfolio Optimization: A Risk-Return Approach*.

Lehmann Bruce, e Modest David. "Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons," *Journal of Finance*, 42, No.2 (1987), pp. 223-265.

Lim Soo Chong, Fan Daniel, Ahuja Varun, Hughart Matthew, *Asia Pacific Credit Research*, J.P. Morgan Securities, (05 February 2014).

Lim Soo Chong, Hughart Matthew, *Asia Pacific Credit Research*, J.P. Morgan Securities, (15 April 2014).

Miyajima Ken, Mohanty M S and Chan Tracy. BIS Working Papers No 391. *Emerging market local currency bonds: diversification and stability*. November (2012).

Nathaniel Frank and Heiko Hesse, IMF Working Paper. Monetary and Capital Markets Department. *Financial Spillovers to Emerging Markets during the Global Financial Crisis* (2009).

Nowak Sylwia, Andritzky Jochen, Jobst Andreas and Tamirisa Natalia. IMF Working Paper. Research Department. *Macroeconomic Fundamentals, Price Discovery and Volatility Dynamics in Emerging Markets*. (July 2009).

Richard S.F. "An Arbitrage Model of the Term Structure of Interest Rates," *Journal of Financial Economics*, 6 (1978), pp. 33-57.

Schaefer Stephen M., e Schwartz Eduardo S. "A Two-Factor Model of the Term Structure: An Approximate Analytical Solution," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, No.4 (Dec. 1984).

Shapiro Alex, *Foundations of Finance: Bond Portfolio Management*. Lecture Notes 13, (2003).

Sharpe William F. "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement," *Journal of Portfolio Management*, 30, No. 10 (1992), pp. 7-16.

Treynor Jack. "How to Rate Management of Investment Funds," *Harvard Business Review*, 43, No.1 (Jan./Feb. 1965), pp. 63-75.

Wayne Ferson, Yong Chen, e Peters Helen. "Measuring the Timing Ability of Fixed Income Funds," Working Paper, Boston College, (2005).

Ziemba William. "Note on Optimal Growth Portfolios When Yields Are Serially Correlated", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, VII, No. 4 (Sept. 1972).

Sitografia

<http://alfabank.com/>

<http://eng.alrosa.ru/>

<http://mobtel.rs/>

<http://sibur.com/>

<http://www.executiveboard.com/>

<http://www.akbars.ru/>

<http://www.bm.ru/en/>

<http://www.borets.com/>

<http://www.borsaitaliana.it/>

<http://www.brunswickrail.com/>

<http://www.capitalscf.com/>

<http://www.defaultrisk.com/>

<http://www.eurochem.ru/>

<http://www.evraz.com/>

<http://www.feib.ru/en/>

<http://www.finma.ch/>

<http://www.gazprombank.ru/eng/>

<http://www.investireoggi.it/>

<http://www.investopedia.com/>

<http://www.kazanorgsintez.ru/>

<http://www.koksgroup.ru/en/>

<http://www.metalloinvest.com/en/>

<http://www.otkritiefc.com/>

<http://www.phosagro.com/>

<http://www.psbank.ru/>

<http://www.raspadskaya.com/>

<http://www.russianstandardbank.com/>

<http://www.severstal.com/>

<http://www.sistema.com/>

<http://www.tmk-group.com/>

<http://www.treasury.gov/>

<http://www.vimpelcom.com/>

<http://www.vsv-asg.ch/it/home>

<http://www.yieldcurve.com/>

<https://www.ecb.europa.eu/>

<https://www.homecredit.net/>

<https://www.tcsbank.ru/eng/>